JUIN 2015 // N°79

Les trois piliers de la confiance

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

Il n'aura pas fallu attendre longtemps pour entrevoir une première illustration du diagnostic que nous établissions il y a deux mois (voir la Carmignac's Note d'avril « Un Monde fragile »). Les turbulences traversées par les marchés obligataires, actions et devises ces dernières semaines ont en effet confirmé la perte de flexibilité des marchés financiers. Ces derniers sont devenus vulnérables aux plus petits faux pas hors de l'étroit chemin du scénario parfait : croissance suffisante, soutien monétaire constant et trajectoire d'inflation stabilisée. L'ampleur de la volatilité des marchés dépendra de l'avenir de ces trois dimensions

« L'anticipation d'une inflation toujours très basse relève d'une certaine complaisance, au moins aux États-Unis. »

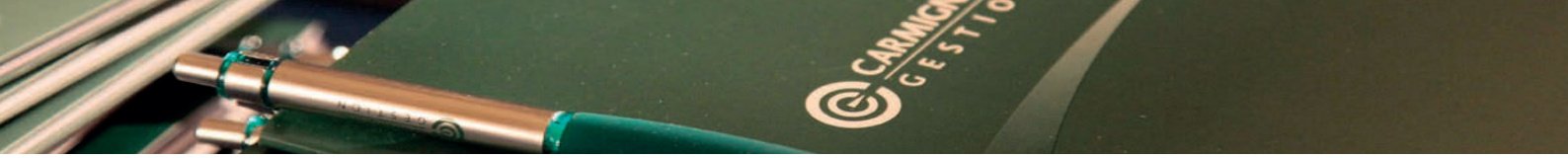
par rapport aux attentes. Il convient donc de s'interroger sur la lucidité des marchés concernant ces trois piliers de la confiance. A l'issue de cet examen, il ressort que plusieurs fissures coexistent, la moins anticipée par les marchés étant peut-être la possibilité d'un léger rebond d'inflation au second semestre.

Quid du cycle économique ?

Notre diagnostic demeure inchangé (voir la Carmignac's Note de mars « Variations sur le thème de la rareté ») : la pente de la reprise économique globale demeure faible, car le monde n'en a toujours pas fini de subir les freins à la croissance issus de la grande crise de 2008. La pratique débridée du « quantitative easing » a engendré une sorte de guerre des changes tournante, dont la zone euro est aujourd'hui le protagoniste et bénéficiaire principal, devant même le Japon. Mais cette création monétaire à grande échelle n'a pas permis une accélération de la croissance globale, car chaque région ponctionne successivement sur l'économie de ses voisins les sources de sa propre croissance. La forme de la sortie de crise depuis 2010 demeure donc celle de mini-cycles économiques timides et régionaux, sans que la croissance potentielle à moyen-terme y gagne beaucoup. Depuis plusieurs trimestres, nous avons insisté sur les déceptions à attendre de la vitalité économique américaine. Cela semble désormais à peu près chose faite. Les investisseurs ont pu constater l'affaiblissement ces derniers mois des indicateurs américains tant d'activité industrielle que de confiance des consommateurs, et on est en droit d'espérer qu'ils ont ajusté leurs attentes en conséquence. En zone euro, à en juger par la performance boursière négative au mois de mai des secteurs automobiles, énergie ou matériaux de base, l'enthousiasme des investisseurs en début d'année pour le rebond économique européen semble aussi s'être assagi. Le scénario d'une croissance toujours modeste, mais davantage tirée par l'activité domestique, serait une bonne nouvelle pour les prochains mois. Les craintes des investisseurs semblent aujourd'hui se cristalliser

© Thinkstock

sur le rythme du ralentissement chinois (et sur la volatilité des marchés actions domestiques !). Ces craintes sont compréhensibles. Elles sous-estiment cependant le fait que les autorités chinoises ont délibérément orchestré une grande partie de cette décélération brutale, comme coût immédiat nécessaire pour repositionner l'économie du pays sur une trajectoire de croissance durable. Aujourd'hui, l'intention des autorités est de stabiliser le rythme de croissance au niveau actuel, ce qui ne sera pas sans difficulté mais nous semble réalisable. La situation économique du Brésil est calamiteuse, mais elle est bien connue. A contrario, le re-



dressement indien suit son cours, un peu plus lentement que prévu. Globalement, la divergence entre des marchés financiers confiants depuis le début de l'année et cette perspective de croissance économique modeste demeure une source de fragilité. Mais il semble au moins que la lucidité des investisseurs ait progressé, éloignant le risque de déceptions.

Quid de la liquidité ?

Le soutien monétaire a sans nul doute été une raison majeure du parcours spectaculaire des marchés financiers depuis trois ans. Une réduction inattendue du débit de cette perfusion provoquerait, sur des marchés qui ont atteint un niveau d'accoutumance extrême, des symptômes de manque violents. Ce risque est au fond celui d'une erreur de politique monétaire.

« Les Banques centrales sont condamnées à réussir, et les investisseurs à gérer le risque qu'elles n'y parviennent pas. »

Mais on perçoit tant en Europe qu'aux États-Unis, au Japon et en Chine une attention très aigue des Banques centrales à cette responsabilité. L'engagement de la Banque centrale européenne et de la Banque du Japon apparait indéfectible, et la prudence de la Fed est palpable, qui prend grand soin de la perception des marchés sur ses intentions. Quant à l'attitude de la Banque centrale chinoise, elle n'est aujourd'hui qu'à l'orée d'un programme de fort soutien monétaire, nécessaire à la stabilisation de l'activité économique du pays. Les marchés vont donc demeurer pour longtemps encore abreuvés de liquidité. Un sérieux bémol doit néanmoins être apporté à cette douce mélodie : les marchés de taux se sont déjà largement nourris à cette corne d'abondance. Ils sont par conséquent repus, et donc vulnérables. Ainsi, sans même qu'il y ait eu besoin d'un choc externe particulier, les taux moyens des pays du G7 ont pu se tendre de 0,5% en deux semaines (et ceux de la dette souveraine allemande à 10 ans passer de 0,08% à 0,73% en moins d'un mois), en dépit du soutien des Banques centrales.

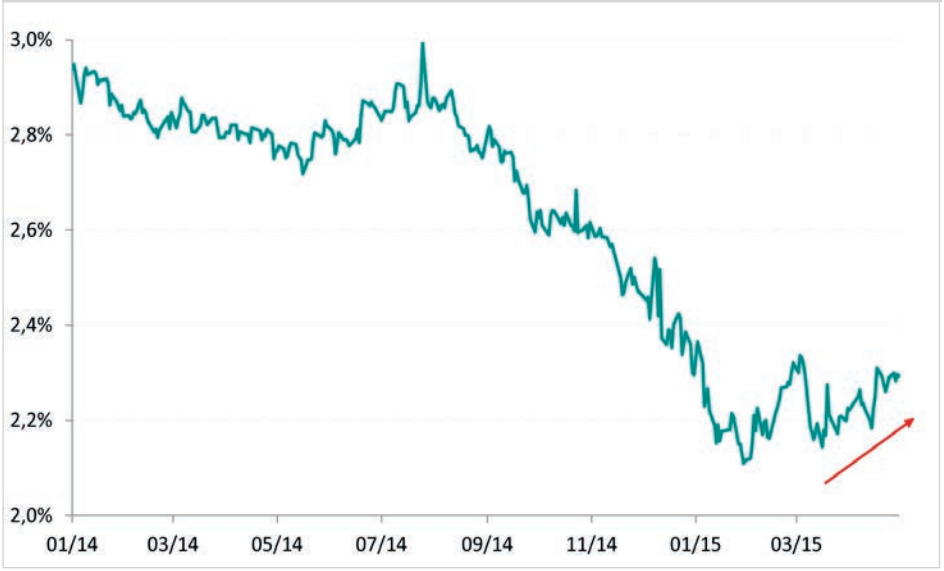
Quid de l'inflation ?

Le maintien d'une inflation globalement très basse, voire trop basse, constitue probablement l'anticipation la plus consensuelle aujourd'hui. Après tout, la menace déflationniste était encore très aigue il y a six mois, et comme on l'a vu, la croissance globale demeure bien loin de la surchauffe. Mais c'est peut-être là que réside une certaine complaisance, au moins aux États-Unis. Car trois phénomènes pourraient contribuer à un relèvement prochain des anticipations d'inflation. D'abord, le prix du baril, par simple effet de base, contrastera par sa stabilisation avec sa chute du deuxième semestre 2014, qui avait précipité la baisse de l'inflation. Ensuite, l'amélioration du marché de l'emploi aux États-Unis commence à générer ses premiers effets sur les salaires. Ces derniers ont connu leur plus forte augmentation depuis 2009 au premier trimestre de cette année. Enfin, le nombre de logements disponibles à la location s'est fortement réduit aux États-Unis, signal traditionnellement fiable d'une remontée imminente du niveau des loyers, lui-même composante majeure de l'indice des prix. Cette perspective d'une croissance toujours inférieure à son potentiel mais accompagnée d'une certaine résurgence d'inflation risque de compliquer encore davantage l'ambition de la Fed de normaliser sa politique monétaire en douceur. Elle constitue du même coup un risque à gérer activement sur les marchés de taux.

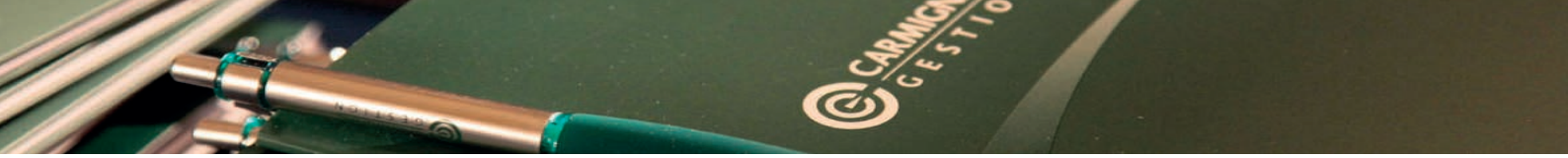
En résumé, les distorsions infligées aux prix de marché par l'interventionnisme sans précédent des grandes Banques centrales vont commencer à subir le test des réalités économiques. Celui d'une activité économique toujours modeste est en cours, et les investisseurs semblent avoir commencé à modérer leur optimisme. Celui d'un rebond de l'inflation peut-être à venir n'est nullement pris en compte aujourd'hui par les marchés. Dans les deux cas, la marge d'erreur dans l'exécution de politiques monétaires déjà très audacieuses est étroite. Les Banques centrales sont condamnées à réussir, et les investisseurs condamnés à gérer le risque qu'elles n'y parviennent pas.

Achevé de rédiger le 01/06/2015

Anticipations de l'inflation aux États-Unis



Source: Bloomberg, 30/04/2015 - Swap de taux d'inflation 5 ans dans 5 ans aux Etats-Unis.



STRATÉGIE D'INVESTISSEMENT

LES DEVISES

Après avoir repris des couleurs face au dollar au mois d'avril, l'euro s'est de nouveau affaibli au cours du mois de mai. Le rééquilibrage de notre allocation devises initié au premier trimestre nous a permis de faire face à ces mouvements dans de bonnes conditions. Notre gestion active du change constitue un élément essentiel de notre construction de portefeuille, tant la stratégie de reflation de la BCE dépend de l'évolution de l'euro. Nous continuons d'éviter la majorité des devises émergentes, toujours vulnérables à la normalisation de la politique monétaire américaine.

LES TAUX

Les rendements souverains européens ont sensiblement remonté au cours des derniers mois, illustrant ainsi la fragilité d'un marché tiré par la Banque centrale et devenu de ce fait très moutonnier. Nous avons absorbé ce mouvement en continuant à prendre nos profits de façon sélective sur nos positions en obligations souveraines périphériques et en accroissant nos positions vendeuses sur les taux « cœur » allemands et américains. Dans un environnement macro-économique où les incertitudes que nous avons identifiées sur l'inflation (voir édito) prennent le pas sur celles concernant la croissance, la flexibilité de notre gestion obligataire sera essentielle. Nous intégrons ainsi dans notre stratégie la fonction de réaction de la Banque centrale américaine en tablant sur un aplatissement de la courbe des taux américains. Nous maintenons enfin nos positions sur les obligations privées (principalement du secteur financier européen).

LES ACTIONS

Après une belle performance en avril, les marchés actions ont connu un mois de mai plus mitigé. Les marchés émergents ont ainsi sensiblement corrigé le mois passé, notamment le Brésil et la Russie. L'Inde est le seul grand pays émergent à avoir enregistré une solide progression en mai. Au sein des pays développés, le Japon et l'Europe ont enregistré de belles hausses sur fond d'affaiblissement de leur monnaie respective. Les positions que nous avons récemment initiées sur Dassault Aviation et Rolls-Royce bénéficient ainsi de l'affaiblissement de l'euro. Dassault Aviation capitalise sur les récents succès à l'exportation de l'avion de combat Rafale, tandis que son activité de jet d'affaires devrait bénéficier d'un regain d'activité et d'une amélioration de son mix produits. Rolls-Royce capitalise quant à elle sur la montée en puissance de l'Airbus A350 pour lequel elle sera quasiment le seul motoriste. Ces positions viennent renforcer nos valeurs de qualité offrant une croissance visible de leurs résultats.

LES MATIÈRES PREMIÈRES

Carmignac Portfolio Commodities a enregistré une performance stable au cours des deux derniers mois. Nous avons continué de diversifier le Fonds sur des segments prometteurs, notamment celui de l'énergie solaire. Nous avons ainsi construit des positions sur le fournisseur de solutions photovoltaïques Scatec Solar Asa, ainsi que sur des fabricants de composants pour l'industrie solaire tels que SunEdison Semico et Wacker Chemie.

FONDS DE FONDS

Nos Fonds de fonds ont enregistré de très belles performances au cours des deux derniers mois. Nous avons ainsi profité de notre exposition actions élevée. En fin de mois notre exposition actions est restée proche des maximums possibles.

PERFORMANCES DES FONDS

	Valeur liquidative	YTD	1 an	3 ans	5 ans
Carmignac Investissement A EUR acc	**1 291,48**	**16,02%**	**30,29%**	**51,76%**	**52,95%**
MSCI AC World NR (Eur)		*16,04%*	*30,79%*	*72,93%*	*84,50%*
Carmignac Portfolio Grande Europe A EUR acc	**199,63**	**15,14%**	**16,94%**	**51,83%**	**56,27%**
Stoxx 600 NR (Eur)		*18,73%*	*19,23%*	*79,36%*	*75,52%*
Carmignac Euro-Entrepreneurs A EUR acc	**333,25**	**26,67%**	**23,61%**	**89,14%**	**110,46%**
Stoxx 200 Small NR NR (Eur)		*20,76%*	*19,08%*	*87,35%*	*91,42%*
Carmignac Emergents A EUR acc	**881,29**	**17,51%**	**19,90%**	**27,32%**	**43,00%**
MSCI Emerging Markets NR (Eur)		*16,66%*	*24,45%*	*32,22%*	*28,36%*
Carmignac Portfolio Emerging Discovery A EUR acc	**1 384,35**	**13,82%**	**19,31%**	**33,76%**	**41,54%**
50% MSCI EM SmallCaps NR (Eur) + 50% MSCI EM MidCaps NR (Eur)		*21,84%*	*29,41%*	*41,76%*	*35,94%*
Carmignac Portfolio Commodities A EUR acc	**305,65**	**6,59%**	**7,26%**	**4,46%**	**-2,73%**
*Indicateur Carmignac Commodities**		*11,08%*	*4,16%*	*13,15%*	*7,25%*
Carmignac Patrimoine A EUR acc	**684,39**	**10,29%**	**18,93%**	**22,68%**	**29,13%**
50% MSCI AC World NR (Eur) + 50% Citigroup WGBI (Eur)		*11,08%*	*22,43%*	*36,10%*	*50,91%*
Carmignac Portfolio Emerging Patrimoine A EUR acc	**112,66**	**10,39%**	**11,42%**	**5,83%**	-
50% MSCI EM NR (Eur) + 50% JP Morgan GBI EM Global diversified		*11,41%*	*15,85%*	*19,32%*	-
Carmignac Euro-Patrimoine A EUR acc	**335,07**	**7,54%**	**5,85%**	**11,95%**	**29,96%**
50% EuroStoxx 50 NR (Eur) + 50% Eonia Capitalisé		*7,82%*	*6,63%*	*36,18%*	*24,04%*
Carmignac Investissement Latitude A EUR acc	**297,98**	**12,53%**	**23,93%**	**35,77%**	**36,23%**
MSCI AC World NR (Eur)		*16,04%*	*30,79%*	*72,93%*	*84,50%*
Carmignac Profil Réactif 100 A EUR acc	**224,55**	**17,84%**	**27,57%**	**34,38%**	**44,36%**
MSCI AC World NR (Eur)		*16,04%*	*30,79%*	*72,93%*	*84,50%*
Carmignac Profil Réactif 75 A EUR acc	**239,84**	**13,74%**	**22,02%**	**25,01%**	**34,48%**
75% MSCI AC World NR (Eur) + 25% Citigroup WGBI (Eur)		*13,55%*	*26,56%*	*53,75%*	*67,37%*
Carmignac Profil Réactif 50 A EUR acc	**191,27**	**9,62%**	**15,76%**	**13,83%**	**23,47%**
50% MSCI AC World NR (Eur) + 50% Citigroup WGBI (Eur)		*11,08%*	*22,43%*	*36,10%*	*50,91%*
Carmignac Portfolio Global Bond A EUR acc	**1 326,36**	**7,13%**	**15,24%**	**13,13%**	**32,56%**
JP Morgan Global Government Bond (Eur)		*6,93%*	*16,36%*	*5,81%*	*22,57%*
Carmignac Securité A EUR acc	**1 717,42**	**1,25%**	**1,31%**	**8,11%**	**13,56%**
Euro MTS 1-3 ans		*0,53%*	*1,33%*	*7,85%*	*8,91%*
Carmignac Portfolio Capital Plus A EUR acc	**1 187,80**	**2,06%**	**2,52%**	**10,26%**	**16,14%**
Eonia Capitalisé		*-0,02%*	*-0,01%*	*0,25%*	*1,59%*
Carmignac Court Terme A EUR acc	**3 768,07**	**0,01%**	**0,10%**	**0,50%**	**2,04%**
Eonia Capitalisé		*-0,02%*	*-0,01%*	*0,25%*	*1,59%*

** 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 29/05/2015.

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