

Perspectives économiques & Stratégie d'investissement

● Perspectives économiques

- L'aggravation de la crise européenne nécessite un traitement de la question de la croissance

La situation européenne est particulièrement préoccupante. Dans un univers développé de moins en moins apte à générer de la croissance économique, les attaques des marchés contre les pays aux dérives budgétaires les plus évidentes ne suscitent que des politiques de rigueur qui renforcent les tendances récessives. Or, toute tentative de traitement de la question grecque et de lutte contre la contagion à d'autres pays membres est vaine si aucune mesure d'ampleur visant à favoriser à court terme la croissance n'est simultanément mise en oeuvre.

Sans croissance, la résorption du déficit et de la dette publique sont impossibles. L'Europe est en train de choisir la voie japonaise du traitement du surendettement. Cette voie est suicidaire pour elle : ses exportations sont insuffisantes pour compenser les effets négatifs sur la demande interne des politiques de rigueur et les impatients créanciers étrangers n'ont aucune envie de « laisser du temps au temps ». Par ailleurs, la fragilisation des banques européennes, structurellement vulnérables à une dégradation de leurs conditions de refinancement (avec un ratio crédit/dépôts de 165% contre 81% aux Etats-Unis), va les inciter à pousser ménages et entreprises à rembourser également leurs dettes. Sachant que la part de crédits bancaires rapportée au PIB est de 164% en zone euro contre 62% aux Etats-Unis, on mesure le risque que fait peser cette accélération de la réduction de l'effet de levier, qu'une recapitalisation bancaire forcée ne pourra au mieux que freiner.

- La BCE doit mener une politique de taux zéro et visant à affaiblir l'euro

Compte tenu de la difficulté pour l'appareil politique européen à fournir une solution crédible et rapide aux problèmes des pays périphériques, c'est à la Banque Centrale qu'il appartient de prendre l'initiative, promptement et radicalement en orchestrant simultanément une baisse forte de l'euro et du coût de refinancement des États affaiblis. Cela passe par des taux directeurs proches de zéro et des achats de dette publique des pays en danger non compensés par des émissions nouvelles (interventions non stérilisées). L'affaiblissement de l'euro qui en résulterait générerait un surcroît de croissance via une meilleure compétitivité à l'export et les liquidités injectées en masse permettraient de contrer les pressions déflationnistes, voire d'initier un peu d'inflation, ce qui réduirait d'autant le fardeau de la dette. Cette initiative de la BCE est une absolue nécessité mais l'Allemagne la refuse, alors même qu'elle a vu ses perspectives de croissance 2012 s'effondrer de 1,9% à 1,2% entre août et septembre.

- **Les Etats-Unis disposent de davantage de marges de manœuvre budgétaire, mais le contexte politique semble peu propice à des mesures de soutien**

L'économie américaine n'a pas encore à faire face à l'impatience de ses créanciers comme en témoigne la baisse des rendements des obligations du Trésor dans la foulée de la dégradation de la note souveraine américaine par l'agence Standard and Poor's. De plus, la Réserve Fédérale américaine semble plus déterminée que la BCE à tout mettre en œuvre pour compenser les effets déflationnistes de la réduction de l'effet de levier. Le calendrier électoral ne semble cependant pas autoriser la mise en place de mesures fortes de soutien de l'activité par les pouvoirs publics. La seule non reconduction des baisses d'impôts décidées sous l'ère Bush, concevable au vu des postures dogmatiques de la classe politique, conduirait pourtant, toutes choses égales par ailleurs, à une contribution négative à la croissance de 1,3% en 2012 principalement imputable à la faiblesse induite de la consommation. Le consensus sur la croissance anticipée en 2012 est ainsi descendu entre janvier et septembre de 3,3% à 2,1%, ce qui nous semble encore largement trop optimiste.

- **Le problème de l'inflation dans les pays émergents perd de son acuité, comme le montrent les premières baisses de taux**

Les pays émergents continuent à faire face à des pressions inflationnistes, pour partie liées aux effets retardés de la hausse des cours des matières premières et pour partie à des considérations plus structurelles, comme les hausses salariales, désirées voire organisées. Ainsi, l'inflation chinoise hors alimentation a été relevée de 1,4% à 3,0% sur les douze derniers mois. Le retournement à la baisse des prix des matières premières industrielles et agricoles ne manquera pas d'y faire chuter les pressions inflationnistes, ce que d'autres pays neufs semblent déjà anticiper, comme en témoignent les baisses de taux « surprise » au Brésil, en Turquie, en Russie ou en Israël.

- **Les pays émergents disposent d'importantes marges de manœuvre financières qui leur permettent de faire face au risque de contagion**

Notre analyse nous conduit à penser que les réserves considérables amassées par les pays exportateurs émergents leur éviteront la contagion crainte par nombre d'observateurs.

Ainsi, la forte baisse récente des devises de certains pays neufs par rapport au dollar, et de leurs titres de dettes externes et locales, n'augure pas selon nous de problèmes structurels de financement pour les principaux acteurs de l'univers émergent. Entre la situation qui prévalait à la veille de la crise asiatique de la fin des années 90 et la situation actuelle, les pays émergents sont passés du statut de débiteurs du reste du monde à celui de son financier en dernier ressort. Cette modification structurelle des rapports de force entre ces deux mondes ne doit pas pour autant nous conduire à la complaisance. Contrairement à 2008, où le plan de relance chinois avait évité une récession mondiale, la Chine n'éprouve pas encore le besoin d'inverser sa politique monétaire restrictive ou de décider des plans de relance.

D'abord parce que son inflation, à 6,2%, reste élevée et ensuite, parce que son activité se trouve encore à un niveau proche du plein régime.

- **La réappréciation du yuan constituera un catalyseur pour les marchés émergents**

Les marchés émergents ne s'affranchiront pas totalement des problèmes qui affectent les marchés des économies avancées sans un puissant catalyseur. Nous pensons que l'inversion de la politique monétaire chinoise constituera ce catalyseur. Lorsque le soutien à l'activité sera décidé par la Chine (baisse du ratio de réserves obligatoires des banques), l'amplitude et la diversité des marges de manœuvre dont elle bénéficie contribueront à une reprise robuste, largement accompagnée par les marchés d'actions dont les valorisations sont revenues sur les bas de 2008, correspondant à des plus bas historiques de plus en plus motivants pour l'investisseur. Ce rebond devrait s'accompagner d'une appréciation du yuan, qui contribuerait à la reflation de l'économie mondiale.

I. ACTIONS INTERNATIONALES

● Nous maintenons un positionnement défensif

Notre lecture de l'environnement économique nous incite au maintien de notre positionnement défensif. Les réponses incomplètes apportées par les autorités européennes à la crise de la dette, ajoutées au blocage politique des Etats-Unis, et à la volonté chinoise de laisser sa politique monétaire restrictive peser encore sur l'activité de crédit et l'inflation, rendent probable une accentuation du ralentissement économique dans les pays développés qui se matérialiserait par une nouvelle étape de baisse des marchés.

Nous débutons ainsi le trimestre avec un taux d'exposition aux actions maintenu à un niveau faible. Nous envisageons cependant, dans une perspective tactique, de réexposer le portefeuille afin de tirer parti des améliorations de sentiment qui ne manqueront pas de se matérialiser en anticipation des initiatives conjointes de l'Europe et du FMI début novembre. Néanmoins, tant que les mesures annoncées ne viseront pas à impacter positivement la croissance à court terme, la gestion maintiendra son biais « défensif » en minimisant notamment l'exposition du portefeuille à l'euro.

● Le thème de l'amélioration du niveau de vie dans les pays émergents reste prépondérant dans notre allocation

Le thème de l'amélioration du niveau de vie dans les pays émergents, bien que toujours largement prédominant, a vu sa pondération réduite de 38,6% à 34,0% du portefeuille de Carmignac Investissement, sous l'effet principal de l'affaiblissement relatif des actions émergentes, amplifié par la chute de certaines devises en fin de période.

Les liquidations forcées de certains fonds globaux ont pesé à l'approche de la clôture d'un trimestre boursier désastreux. La seule introduction dans le portefeuille concerne la société Sun Art Retail, joint-venture prometteuse d'Auchan dans la distribution chinoise. Côté ventes, la ligne Haci Omer Sabanci (Turquie) a été intégralement réalisée et notre position LVMH a été allégée.

● Nous conservons notre composante aurifère

Le deuxième thème le plus important est désormais celui des mines d'or, passé de 11,2% à 14,4% du portefeuille du Carmignac Investissement, du fait d'une appréciation relative marquée de ce secteur, qui a produit une performance absolue positive sur le trimestre. Le thème s'est également enrichi d'une nouvelle société canadienne : Detour Gold. Nous avons participé à l'ultime appel de fonds de la société avant la mise en exploitation d'un gisement particulièrement attrayant. Par ailleurs, notre position en Randgold a été renforcée.

● Nous avons réduit notre exposition au secteur des ressources naturelles ainsi qu'à celui de l'innovation

Réduite de 15,5% du portefeuille de Carmignac Investissement à 12,2%, la thématique énergétique a pâti de nos craintes à l'égard de la croissance mondiale. Les positions en National Oilwell et Galp Energie ont été réalisées, tandis que la ligne de Schlumberger a été allégée. Le complexe des ressources naturelles, une fois pris en compte nos positions dans les matériaux de base, représente actuellement 14,8% du portefeuille. L'innovation est passée de 11,6% à 10,7% du portefeuille, malgré le renforcement de la ligne Apple – qui n'arrête pas de surprendre et semble capable de poursuivre son succès malgré la disparition de son fondateur. La ligne Mediatek a été vendue par manque de visibilité face à une concurrence accrue. Enfin, l'offre de Hewlett Packard sur la société Autonomy, avec une prime de 80%, nous a offert une belle satisfaction. Le thème des valeurs défensives a quant à lui gagné un point de pondération en passant à 13,3% des encours du Fonds.

- **Le poste liquidités a été augmenté**

Le gonflement du poste liquidités, à 11,7% du portefeuille contre 6,2% il y a trois mois, traduit notre défiance maintenue à l'égard des marchés d'actions. Avec l'or et les valeurs défensives du portefeuille, il contribue à un pôle défensif se montant à 40% du portefeuille contre 60% consacrés aux thématiques de croissance.

II. MOTEURS DE PERFORMANCE OBLIGATAIRES

- **La flexibilité de notre allocation d'actifs s'avère particulièrement pertinente dans l'environnement actuel**

Face aux risques de récession sur l'activité globale, notre allocation reste plus que jamais flexible sur nos différents moteurs de performance. Compte tenu du peu de visibilité dont nous disposons en cette fin de trimestre tant sur l'ampleur du ralentissement de l'économie américaine que sur le plan de sauvetage de l'euro, le portefeuille de Carmignac Patrimoine est structuré pour faire face à un risque d'aggravation de ces tensions récessives. Bien entendu, une meilleure lecture sur ces deux incertitudes majeures nous conduirait à procéder à des infléchissements tactiques.

- **Face au ralentissement économique les emprunts d'Etat allemands et américains constituent des valeurs refuges**

En l'absence de décisions fortes et à application immédiate en Europe, les pressions récessives et déflationnistes persisteront à court terme, conférant aux marchés de la dette publique directs (Etats-Unis, Allemagne) un rôle de refuge incontournable. Le poste emprunts d'Etat pays développés a progressé de 3,65% à 10,4% des encours de Carmignac Patrimoine. Nous avons accru la pondération de ce poste par une augmentation de notre allocation en emprunts d'Etat allemands jusqu'à mi-juillet. En effet, la crise européenne nous a conduits à chercher des valeurs refuges. Toutefois, les projets de remèdes à la crise européenne relèvent le risque d'une implication plus importante de l'Allemagne, la BCE se refusant à monétiser la dette des Etats fragiles. Depuis mi-juillet, notre exposition est concentrée aux Etats-Unis. La Fed a pris de nouvelles mesures non conventionnelles, en s'engageant sur le maintien des taux à 0% jusqu'en 2013, et en introduisant un programme de rallongement de la maturité moyenne de ces engagements en obligations du Trésor américain.

- **Le poste emprunts d'Etat émergents a été diminué**

Le poste emprunts d'Etat émergents a été diminué de 4,3% à 2,5% (dont 1,7% investis en dettes locales émergentes). Le positionnement des investisseurs reste le principal facteur technique pesant sur les perspectives de court terme. Nous ne manquerons pas de renforcer nos engagements sur cette classe d'actifs si l'hypothèse d'une récession sévère aux Etats-Unis ou d'un risque systémique majeur se révélait infondée. En effet, la chute récente des devises et des obligations des pays émergents ne tardera pas à constituer une opportunité car les craintes d'une contagion des problèmes des pays développés nous paraissent largement exagérées, même si l'attente de la mise en œuvre de politiques favorables à la croissance dans l'univers émergent est capable de générer quelques inquiétudes à leur égard dans l'immédiat.

- **La composante emprunts privés reste centrale et recèle un important potentiel de valeur**

L'allocation en emprunts privés a été réduite (de 32% à 26,3% des encours de Carmignac Patrimoine), par la vente des crédits nous semblant devoir être les plus vulnérables à un ralentissement économique. A fin septembre, la composante crédit du portefeuille devrait constituer, même dans une phase de décélération économique, un moteur de performance appréciable, offrant un rendement moyen de 6,41% pour une durée moyenne de 5,6 années (contre 1,32% pour les emprunts d'Etat allemands de même durée). Un tel différentiel de rémunération, proche de celui enregistré au pire de la crise de 2008,

ne nous apparaît pas justifié eu égard à la qualité des signatures détenues en portefeuille. Suscité principalement par le retrait des banques sur le marché secondaire alors que certains gérants procédaient à des ventes préventives, ce relèvement des marges sur les emprunts privés nous semble constituer une véritable opportunité de marché.

- **Notre défiance envers la gestion de la crise européenne nous a conduits à réduire notre exposition à l'euro, tandis que nous avons accru nos liquidités**

L'euro devrait s'affaiblir, cette faiblesse devenant une condition nécessaire à sa survie. Notre défiance envers la gestion de la crise européenne nous a ainsi conduits à réduire notre exposition à la monnaie unique, en protégeant nos actifs libellés dans la devise européenne par des achats à terme en dollars et en yens. La majorité de nos disponibilités, accrues ce trimestre de 17% à 23% des actifs, a été également investie en bons du Trésor américains et japonais, nous ayant permis de bénéficier au cours du troisième trimestre de l'appréciation de ces deux devises contre l'euro (7% et 1% respectivement).

Achévé de rédiger le lundi 31 octobre 2011

Disclaimer :

Ce document ne constitue ni un conseil en investissement ni une analyse financière. Aucune information contenue dans ce document ne saurait être interprétée comme possédant une quelconque valeur contractuelle. Ce document est produit à titre purement indicatif. Carmignac Gestion ne saurait être tenue responsable de toute décision prise ou non sur la base d'une information contenue dans ce document, ni de l'utilisation qui pourrait en être faite par un tiers. Ce document ne peut être utilisé dans un but autre que celui pour lequel il a été conçu et ne peut pas être reproduit, diffusé ou communiqué à des tiers en tout ou partie sans l'autorisation préalable et écrite de Carmignac Gestion.