



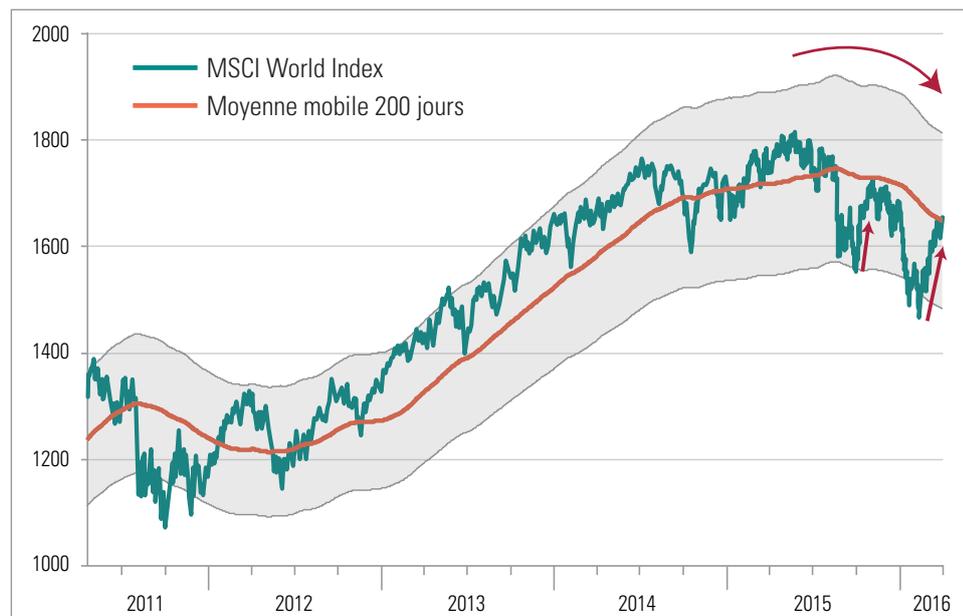
## DANSE SUR UN VOLCAN

Par **Didier Saint-Georges**

Managing Director

Membre du Comité d'Investissement

Un rebond du prix du pétrole de 26 à 40 dollars le baril, accompagné d'une posture de nouveau accommodante des grandes Banques centrales ont nourri depuis le 11 février un sursaut des marchés actions, similaire dans son ampleur à celui du mois d'octobre 2015. Au sein des multiples statistiques économiques publiées quotidiennement, les marchés ont aussi choisi de retenir celles qui permettaient, pour la Chine comme pour les États-Unis, de soutenir l'hypothèse d'un scénario économique plus favorable (ne jamais



“  
*Les marges des entreprises américaines ont chuté de 10,6% à la fin de 2011 à 7,6% aujourd'hui*

”

sous-estimer l'inclination naturelle de l'être humain à privilégier

les informations qui vont dans le sens de ce qu'il souhaiterait). Un examen lucide des faits, qui s'efforce de distinguer l'essentiel du bruit, continue d'indiquer la poursuite du nouveau régime de marchés entamé l'été dernier (voir la *Carmignac's Note de juillet 2015* « *La grande transition a commencé* »). Le maintien vaille que vaille du soutien monétaire des Banques centrales permet des

mouvements intermédiaires significatifs, et autorise une dose d'opportunisme. Mais l'accumulation des déséquilibres, d'ordres économique, financier, monétaire et politique provoque une asymétrie des risques toujours défavorable aux niveaux de marchés actuels. Par conséquent, nous ne nous joignons pas à la danse générale sur le volcan, fût-il pour l'instant endormi. Nous maintenons une

gestion des risques très attentive, et un ciblage de notre exposition sur les actifs dont l'asymétrie des risques nous semble aujourd'hui encore favorable (*voir la Carmignac's Note de mars 2016 « Les somnambules »*).

### Fausses bonnes nouvelles

Confrontées à des marchés financiers très nerveux en début d'année, les grandes Banques centrales ont de nouveau assuré ces derniers de leur soutien. Après que la Banque du Japon eut pour la première fois instauré un taux de dépôt négatif fin janvier, dans une énième tentative de faire baisser sa monnaie pour relancer l'économie, la Chine abaissait en février les ratios de réserves obligatoires imposées aux banques, la BCE annonçait en mars l'augmentation et la diversification de son soutien quantitatif, puis la Fed enfin, revoyait en baisse ses prévisions de hausse des taux directeurs annoncées en décembre dernier.

Déjà rassérénés par une sortie du prix du pétrole de la zone de panique, sous les 30 dollars le baril, les marchés ont trouvé dans cet afflux de « bonnes nouvelles » la justification compréhensible d'un retour de l'appétit pour le risque. Il ne s'agit néanmoins que d'un mouvement intermédiaire.

D'abord, ces postures des Banques centrales constituent autant de constats d'échecs. En zone euro comme au Japon, les rythmes annuels d'inflation, qui avoisinent toujours 0%, bien loin des objectifs officiels visés, condamnent les banquiers

centraux à la surenchère. Et aux États-Unis, c'est bien la fragilité de l'économie qui oblige la Fed à revoir en baisse ses prévisions de « normalisation graduelle » de sa politique monétaire, deux mois après les avoir annoncées.

Ensuite, et c'est là l'essentiel, les marchés ne perçoivent pas encore que ces échecs sont inéluctables. Les problèmes auxquels est confrontée l'économie globale, surendettement et insuffisance de la demande, ne seront

pas résolus par la seule politique monétaire, fût-elle non conventionnelle. Comme nous le décrivions sous le terme médical de " iatrogénie " dans la Carmignac's Note du mois dernier, l'écrasement des taux d'intérêt par les Banques centrales aggrave

désormais la situation qu'il était censé soulager : il encourage la poursuite de l'endettement des États, compresse encore la marge bénéficiaire des banques, et renforce le besoin d'épargne des consommateurs au lieu de les inciter à dépenser. Dans ces circonstances, seul un regard très court-termiste peut se réjouir d'un ultime et vain effort des Banques centrales. Cruellement, les marchés n'auraient bien sûr pas lieu de se réjouir davantage de la perspective d'un resserrement monétaire aux États-Unis. Or, la Présidente de la Fed Janet Yellen pourrait bientôt devoir admettre que le coût des loyers et des produits de base aux États-Unis a commencé de monter, hausse de prix d'autant plus inconfortable que non seulement elle nourrirait une reprise de l'inflation, mais elle

grèverait dans le même temps le pouvoir d'achat et donc les perspectives pour la consommation.

### La question de la croissance américaine

Visiblement, le débat se poursuit sur la résilience de l'économie américaine. Chaque nouvelle donnée statistique est extrapolée par les uns et les autres, dans une sorte d'analyse chartiste appliquée à l'économie en guise de réflexion. Cette myopie de l'analyse macro-économique contribue à l'instabilité des marchés. Il nous semble plus fiable d'examiner les fondamentaux de la dynamique économique actuelle, et d'essayer d'en tirer des enseignements en tendances. Ce que l'on constate alors, c'est que les marges des entreprises américaines ont chuté de 10,6% à la fin de 2011 à 7,6% aujourd'hui. Il est par conséquent cohérent d'observer aujourd'hui un retournement durable du cycle d'investissement, dont l'évolution des marges est le principal moteur. Par ailleurs, la consommation américaine a profité largement depuis cinq ans d'un double effet d'enrichissement (par l'augmentation des prix de l'immobilier et des actifs financiers) qui faiblit désormais. Par conséquent, il est naturel d'observer aujourd'hui le début d'un ralentissement de la consommation, de biens comme de services, et une augmentation du taux d'épargne (5,4% aujourd'hui contre 4,9% en fin d'année dernière). Le risque nous semble toujours important que la croissance américaine ralentisse sensiblement sous la barre des 2% en 2016, sans que la Banque centrale, désormais en phase de resserrement monétaire, puisse intervenir en assouplissant sa politique. Les marchés n'y sont pas préparés.

“  
*En Chine, le rythme de la croissance du crédit dépasse largement celui de la croissance du PIB*  
”

## La question de la Chine

La trajectoire de l'économie chinoise, qui représente à elle seule 16% du PIB mondial et 25% des investissements, est bien sûr décisive pour l'activité américaine et européenne, ainsi que pour le risque de marché. Or, cette question soulève une problématique majeure, car le rééquilibrage de l'économie associé à l'ampleur des surcapacités industrielles rend incontournable une forte réduction du rythme des investissements en Chine. De deux choses l'une : soit le rythme des investissements est l'objet d'un ajustement rapide. Dans ce scénario, une forte dépréciation du renminbi serait très difficile à éviter, du fait des sorties de capitaux, et de la nécessité d'amortir l'impact que ce coup de frein aurait sur l'économie domestique. Une telle dévaluation entraînerait une pression très renforcée sur la compétitivité des autres grandes économies du monde. C'est la perception de ce risque qui a en partie ouvert les yeux des marchés en début d'année. Soit, seconde option, le

gouvernement continue de financer une décreue seulement très graduelle de ces investissements afin de préserver sa croissance. C'est l'option apparemment privilégiée désormais par les autorités chinoises. Dans ce cas, les nouvelles sur la croissance seront « rassurantes » à court terme et le marché pourrait s'en satisfaire, a fortiori si les mesures de contrôle des changes mises en œuvre parviennent à modérer dans l'immédiat les pertes de réserves de change. Mais dans ce cas, le niveau d'endettement du secteur privé chinois, qui s'est déjà envolé de 140% du PIB en 2008 à 240% aujourd'hui, continuera de s'aggraver. Car le rythme de la croissance du crédit, entre 16 et 20% l'an, dépasse largement celui de la croissance du PIB, au mieux de l'ordre de 4 à 5%. Et circonstance aggravante, les créances douteuses du secteur bancaire atteignent selon nos estimations déjà près du tiers du PIB chinois. Par conséquent, cette option n'est pas tenable. Ces scénarios peuvent être temporairement

ignorés par les marchés, mais ils justifient selon nous une gestion très attentive compte tenu de la forte asymétrie des risques qu'ils représentent.

Ainsi, si les Banques centrales n'ont pas d'autre choix que de continuer de faire ce qu'elles peuvent, leur capacité d'action effective atteint ses limites, ce que les marchés ont commencé à percevoir en début d'année. Dans le même temps, les risques économiques ont continué de s'accumuler. S'y ajoutent d'ailleurs désormais des écueils politiques nouveaux en Europe, qui se nourrissent l'un l'autre : impact économique de la crise des migrants, sécurité, risque de Brexit. Ce diagnostic n'est certes pas incompatible avec des mouvements de marché intermédiaires. Mais il justifie de maintenir pour l'instant nos investissements de conviction à l'abri d'une gestion prudente.

*Achévé de rédiger le 31/03/2016*

# Stratégie d'investissement

## Les devises



La BCE, comme la BoJ, semble impuissante à contrôler l'évolution de sa monnaie. Ainsi, et ce malgré une augmentation significative de son programme d'assouplissement quantitatif et des taux d'intérêts toujours plus négatifs, Mario Draghi n'aura pas pu empêcher une appréciation significative de l'euro face au yen et au dollar américain en mars. La monnaie unique se sera également appréciée au cours du mois face à la devise britannique, malmenée par les risques liés au Brexit. Notre stratégie de change centrée sur l'euro aura donc continué de porter ses fruits. Nous en avons profité au cours du mois pour prendre nos profits sur nos positions en yen, et pour rééquilibrer notre positionnement entre l'euro et le dollar américain. Nous continuons enfin d'éviter les devises émergentes qui nous semblent toujours vulnérables.

## Les taux



En mars, les taux européens ont repris leur mouvement de convergence suite au nouveau train de mesures non conventionnelles annoncées par la BCE. Nos positions en emprunts souverains portugais et grecs en ont bien profité. À l'inverse, la position attentiste de la Fed, malgré des chiffres d'inflation marquant une inflexion à la hausse, a suscité des tensions sur la partie longue de la courbe des taux américains : les marchés anticipent désormais une plus grande passivité de la Banque centrale

américaine face à une inflation dépassant temporairement son objectif. Ceci nous a conduit à réduire notre exposition aux obligations souveraines américaines dans notre stratégie globale. En parallèle, nous avons continué de renforcer nos positions en obligations privées, notamment sur le secteur des matières premières, alors que la stabilisation des cours du pétrole se poursuit. Ce segment offre un excellent couple rendement/risque pour un investisseur qui reste sélectif sur les titres qu'il intègre dans son portefeuille. Enfin, la décade marquée des taux brésiliens sur fond de possible changement de gouvernement et de politique économique au Brésil, aura contribué à notre performance globale via notre position en taux souverains brésiliens.

## Les actions



Le rebond des marchés actions en mars, brutal et indifférencié, porte les caractéristiques d'un rachat de positions vendeuses à découvert, plus que d'un retour des investisseurs sur la classe d'actif. On notera ainsi la très forte surperformance des marchés émergents ou des valeurs cycliques européennes malgré le ralentissement économique en cours. Nous avons nous-mêmes peu participé à ce mouvement. La poursuite des révisions en baisse par les analystes de leurs prévisions de résultats n'offre ainsi que peu de confort pour se réexposer autrement que tactiquement. Nous maintenons donc un positionnement conservateur justifié par l'asymétrie entre des valorisations qui offrent un potentiel d'appréciation limité et un risque de baisse significative compte tenu de la perte de crédibilité des Banques centrales. Notre principal moteur de performance actions restera donc la sélection de valeurs au travers de sociétés soit disposant d'un potentiel de croissance de leurs résultats indépendamment de

la conjoncture économique (typiquement le cas des valeurs de santé et de technologie), soit offrant des valorisations et un potentiel de restructuration attractifs (comme dans le secteur de l'énergie aux États-Unis).

## Les matières premières



Carmignac Portfolio Commodities n'a capturé que partiellement le rebond de son indice de référence au cours du mois écoulé, mené par les sociétés les plus en difficulté, du fait de son positionnement sur des sociétés de qualité, à même de délivrer une surperformance sur le long terme. En mars, nous avons continué de lever certaines de nos stratégies de couverture pour augmenter le niveau d'exposition du Fonds. Nous avons également continué de construire des positions sur des sociétés à même de tirer parti de la stabilisation des cours du pétrole. C'est notamment le cas de la société américaine Helix Energy Solutions Group dans le segment des services pétroliers.

## Fonds de fonds



Le positionnement très défensif de nos Fonds de fonds les aura pénalisés en mars après les avoir bien servis en début d'année. En fin de mois les niveaux d'exposition des Fonds restent prudents, même si nous avons pris nos profits sur certains actifs refuges comme notre allocation change sur le yen.

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Les performances sont nettes de frais (hors éventuels frais d'entrée acquis au distributeur). 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](http://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