

Carmignac Gestion - Perspectives économiques et stratégie d'investissement Deuxième trimestre 2009

I - Perspectives économiques

► L'économie mondiale est entrée dans une phase de normalisation

Au terme du trimestre précédent, nous affirmions que le pic de la dégradation économique était derrière nous. Les données macro-économiques de ces derniers mois valident cette lecture. Il reste bien-sûr encore du chemin à parcourir, le redémarrage des pays développés restant encore hésitant. Pour autant, il apparaît manifeste que l'économie mondiale a désormais entamé une phase de normalisation. Les autorités politiques et surtout monétaires ont mis les moyens, notamment dans l'univers anglo-saxon, pour relancer la machine économique. Leur activisme ainsi que le succès du G20 ont finalement eu raison de l'état de panique qui dominait encore début mars. Le plan Geithner (PPIP) visant à alléger les banques de leurs actifs douteux pourrait d'ailleurs n'être mis en œuvre que dans des proportions très limitées ; la nette amélioration des perspectives de valorisation de ces actifs incite en effet leurs détenteurs à les conserver. En outre, la pentification de la courbe des taux d'intérêt, qui découle de la perception améliorée de l'avenir économique et du maintien des taux directeurs sur de très bas niveaux, aide les banques commerciales à se refaire une santé : l'activité traditionnelle de transformation (emprunter à court terme pour prêter à long terme (...au gouvernement !)) est redevenue extrêmement lucrative. Les gains retirés couvriront les pertes à venir dans l'immobilier commercial et les cartes de crédit notamment et permettront de ne pas trop obérer la capacité des banques à prêter au secteur privé.

► Le risque d'inflation est écarté à moyen terme

L'abandon des craintes déflationnistes au profit d'une résurgence des anticipations d'inflation dans le sillage de la remontée du cours des matières premières et d'une focalisation des marchés sur les stratégies de sortie de crise a pu également apparaître comme la matérialisation de ce changement de perspective. Il nous semble que la crainte d'une telle résurgence est prématurée. En effet, la faiblesse du marché du travail rendant très improbable la mise en place d'une spirale inflationniste nourrie par l'emballlement des salaires. De plus, le faible taux d'utilisation des capacités de production aux États-Unis constitue un frein puissant à toute velléité d'augmentation de prix de la part des industriels.

► La réduction de l'effet de levier est à l'œuvre

Les statistiques américaines montrent une baisse marquée de l'activité de crédit, avec une chute de l'encours de crédit du secteur privé. L'élément positif pour les banques est que cette baisse provient essentiellement du crédit octroyé hors du système bancaire (titrisation, AIG, hedge funds). Ainsi, si le volume total des crédits est en baisse, les banques devraient néanmoins voir au global leurs parts de marché augmenter dans l'activité de crédit. Cette baisse de l'encours de crédit constitue la traduction de la réduction de l'effet de levier par laquelle doit passer l'incontournable assainissement financier des économies développées. Laisser se réduire l'encours de crédit sans anéantir la croissance économique constitue toute la difficulté des politiques économique et monétaire mises en œuvre aujourd'hui ; l'obtention d'une sensible pentification de la courbe des taux est une première victoire. Elle constitue une réassurance sérieuse quant à la sortie de crise.

► **L'investissement devra prendre le relais de la consommation**

L'activité américaine ne confirme encore que mollement son amélioration. Si les indicateurs précurseurs de la croissance (indices ISM notamment) ont poursuivi leur rebond entamé dès le mois de février 2009, les données réelles tardent encore à confirmer l'embellie annoncée. Le niveau des stocks continue de s'ajuster à la faiblesse de la demande globale, interdisant pour le moment le retour d'une production industrielle en croissance... mais laissant intact le potentiel de rebond futur ! En sens inverse, la consommation aux États-Unis s'est maintenue (+1,4% au premier trimestre et les indications sont encore plus positives pour le second), en dépit d'un marché du travail qui continue de détruire des emplois, il est vrai à un rythme dont la réduction encourageant (345 000 en mai, 467 000 en juin contre 741 000 en janvier). Dans ce contexte, la reprise globale ne nous semblera bien ancrée que lorsque le restockage aura nettement démarré et les échanges mondiaux auront affirmé leur rebond ; deux conditions nécessaires au redémarrage de l'investissement. A ce stade du cycle économique, il nous semble nécessaire, pour la pérennité de l'amélioration conjoncturelle, que la moindre détérioration des données économiques cède la place dans un avenir pas trop éloigné à des chiffres de croissance positive stricto sensu. Nous ne sommes cependant pas particulièrement inquiets. La conjoncture américaine devrait se redresser au cours des prochains mois sous le double impact du plan de relance de l'administration Obama (6% du PNB sur deux ans) et la remise en marche du crédit rendue possible par la remarquable remise à flot de l'appareil bancaire en ce deuxième trimestre.

► **Le rééquilibrage global s'accélère**

Si les économies avancées n'affichent pour le moment qu'un dynamisme mitigé, il n'en va pas de même pour les principaux pays émergents. Leur résistance face à la panne des pays développés est extrêmement encourageante. La croissance chinoise est ainsi attendue à plus de 7% cette année, tandis que l'Inde et le Brésil continuent de bénéficier de fortes perspectives. Ces évolutions confirment la validité de notre analyse selon laquelle la crise mondiale constitue un accélérateur du rééquilibrage global. Elles nous confortent également dans notre anticipation d'un retour à un environnement plus favorable à la reprise de l'activité mondiale et à l'investissement en actions.

II - Stratégie d'investissement

I – Actions internationales

► Nous privilégions un scénario de redémarrage non inflationniste

Entre les injections massives de liquidités dans les pays développés, qui ne devraient cependant pas conduire à la résurgence de l'inflation, et la résilience des pays émergents les plus significatifs, l'environnement semble conforter notre scénario de redémarrage non inflationniste, dont la mise en place ne sera toutefois pas linéaire. La sensibilité aux données macroéconomiques, américaines notamment, nourrira la volatilité car le profil de la reprise dans l'univers développé risque d'être heurté. Ceci étant, l'ampleur de la reprise des marchés enregistrée entre le mois de mars et de mai a peu de précédents et il semble légitime de se demander si les marchés d'actions n'ont pas pris trop d'avance par rapport à l'économie.

► La valorisation des marchés d'actions continue d'offrir des opportunités

Les sociétés américaines sont aujourd'hui valorisées à 16,3 fois leurs bénéfices moyens des 10 dernières années, soit leur valorisation médiane des 20 dernières années. Elles seraient ainsi à leur juste prix en données historiques, la dégradation des perspectives de l'économie outre-Atlantique pouvant néanmoins légitimer un multiple bénéficiaire plus faible. En revanche, les sociétés émergentes et de matières premières, malgré leur vive reprise récente et leurs perspectives nettement plus favorables, voient leurs estimations bénéficiaires pour 2009 valorisées 20% de moins que celles de l'ensemble des titres inclus dans l'indice des Bourses des pays avancés.

► En attendant la confirmation du redémarrage de l'économie réelle, nous maintenons notre composante défensive

Dans ce contexte, nous attendons la publication d'indications plus encourageantes sur l'investissement aux États-Unis pour nous réexposer aux thématiques les plus sensibles à la croissance économique. Nous sommes confiants dans la structure actuelle de nos portefeuilles. Carmignac Investissement conserve ainsi la structure « Barbell » qui lui réussit si bien depuis le mois d'octobre de 2008. Avec 32% des encours consacrés à des investissements résolument défensifs (liquidités, or et secteurs défensifs) et 62% consacrés aux thèmes les mieux placés pour tirer parti du redémarrage économique, le Fonds devrait se montrer à la fois capable d'amortir les mouvements de repli et de bénéficier largement des périodes de hausse.

► Le thème de l'amélioration du niveau de vie dans les pays émergents reste central

Les principaux marchés émergents bénéficient de perspectives bien plus encourageantes que lors des derniers ralentissements économiques et ce, au travers de deux facteurs principaux de soutien :

- une solide position budgétaire, renforcée par de confortables réserves de change, et une balance des paiements courants excédentaire permettant aux autorités d'engager les politiques fiscale et monétaire qui s'imposent. La croissance continue du crédit en Chine ainsi que l'assouplissement de la politique monétaire au Brésil en sont l'illustration.
- un consensus politique en faveur de réformes structurelles dans la quasi-totalité des grandes économies émergentes. Le dernier exemple en date réside dans le résultat des élections indiennes qui favorise le courant réformiste.

Entamée en fin d'année 2008, la surperformance des marchés émergents par rapport aux marchés développés s'est accélérée au deuxième trimestre. L'écart s'est creusé, notamment à la faveur de la baisse globale de l'aversion au

risque. Cette tendance est indubitablement liée à la dynamique positive affichée par l'économie chinoise au cours des six derniers mois. Plusieurs pays émergents ont publié des statistiques économiques nettement supérieures aux anticipations pessimistes du début d'année. En effet, les entrées de capitaux internationaux, en forte augmentation, ont été accompagnées d'investissements importants de la part des acteurs domestiques en Asie notamment (en partie grâce au très faible niveau des taux d'intérêt). Au vu de ces éléments, l'amélioration du niveau de vie dans les pays émergents renforce sa position de thème principal dans notre gestion, avec 27% des encours de Carmignac Investissement.

► **Les ressources naturelles bénéficient de la vigueur de la demande chinoise**

Le poste des ressources naturelles a connu une légère érosion au cours du trimestre, passant de près de 25% des encours à 23%, sous l'effet principalement d'une performance relative négative. L'attente par les marchés d'une confirmation de la reprise de l'investissement dans les pays développés pèse quelque peu et explique la correction boursière des secteurs de l'énergie et des matériaux de base après leur très sensible surperformance depuis le début de l'année. Ceci étant, le dynamisme relatif de la Chine comparé au reste du monde entraîne un impact majeur sur les matières premières. Par le passé, pour une grande partie des matières premières, l'Empire du Milieu représentait 25 à 30% de la demande mondiale. Compte tenu de l'affaiblissement des économies développées, cette part a atteint près de 40%, voire davantage. Ce phénomène, amplifié par l'accélération de croissance de l'ensemble du monde émergent, entraîne deux conséquences : un soutien plus important que prévu de la demande à court et moyen terme et le renforcement du risque d'une véritable pénurie de l'offre de certaines matières premières à long terme. Eu égard à la poursuite de la réduction de l'offre, cette dynamique constitue indubitablement un facteur structurel pour l'investissement dans les sociétés productrices de matières premières.

► **Portées par un environnement de taux favorable, les grandes banques US retrouvent le chemin de la croissance**

Le thème des banques anglo-saxonnes représente près de 12% des encours de Carmignac Investissement. Les banques américaines qui ont assaini leur bilan se retrouvent désormais dans une situation concurrentielle particulièrement enviable alors que la pente de la courbe des taux leur permet actuellement, par leur activité de transformation, de couvrir l'essentiel des pertes générées par leurs activités encore exposées aux effets de la crise.

II – Moteurs de performance obligataires

► **Les emprunts privés demeurent notre vecteur de performance privilégié**

Dans un environnement de taux marqué par un Eonia à 0,4%, la recherche de valeurs pour leur rendement constitue un axe privilégié de notre gestion. Les obligations privées émises par des signatures privées de qualité pour des durées modérées (moins de 5 ans) restent l'investissement de choix dans l'univers obligataire. Les spreads de crédit ont d'ores et déjà enregistré une forte réduction liée à la normalisation de l'économie au cours des derniers mois. Pour autant, la valorisation actuelle des primes de risques, si elle coïncide avec une économie proche d'une sortie de récession, ne reflète pas encore les perspectives de reprise et continue d'offrir un potentiel de progrès. Dans ce contexte nous avons choisi de structurer la poche emprunts privés de Carmignac Patrimoine (qui est passée de 19% à 29% au cours du trimestre) autour de secteurs à vocation défensive (consommation non-cyclique, santé) sur lesquels nous n'anticipons pas de réduction des spreads de crédit mais qui offrent un rendement satisfaisant. A cette composante, s'ajoutent des emprunts dans des secteurs plus cycliques (finance, matières premières, industrie, consommation cyclique) qui non seulement offrent des rendements élevés mais conservent un potentiel important en terme de resserrement des primes de risques, dont la poursuite sera tirée par la confirmation de la reprise économique globale.

► Le poste emprunts d'État des pays développés a été diminué

Les emprunts d'État des pays développés ont été réduits de 21 à 15% du portefeuille de Carmignac Patrimoine. Notre pondération sur cette classe d'actif est restée faible et uniquement concentrée sur la partie courte de la courbe européenne. Les bons du Trésor (moins de 2 ans) continuent à nous paraître peu dangereux, en dépit de leur faible rémunération. Cette anticipation est d'autant plus fondée en Europe, où l'éloignement de la perspective d'une reprise de l'activité en 2010 rend improbable un proche durcissement de la politique monétaire de la BCE.

► Nous profitons de la reconstitution de la prime d'inflation aux États-Unis

La phase actuelle de « normalisation » a encouragé les marchés à reconstituer une prime d'inflation. Nous profitons de la reconstitution de l'écart entre les taux nominaux et les taux réels en vertu de notre arbitrage en faveur des emprunts d'État indexés sur l'inflation au détriment des emprunts d'État nominaux. Même si nous n'anticipons pas pour le moment de retour important de l'inflation à moyen terme, nous bénéficions d'un retour à la normale, après une période où les très faibles anticipations d'inflation reflétaient les craintes déflationnistes liées au contexte de crise. Ce poste a été renforcé de 6 à 9% dans Carmignac Patrimoine.

► Les pays émergents représentent le maillon fort de la reprise

Les marchés obligataires émergents ont fermement profité du retour des perspectives de croissance favorables. Deux thèmes de gestion ont soutenus nos investissements : le retour sur les pays bénéficiant d'un relais de croissance endogène (Brésil, Chine via les pays susceptibles de s'indexer à la demande chinoise comme la Corée) et la convergence européenne (Pologne). Nous avons initié des positions dans ce sens principalement sur les dettes libellées en devises fortes (dollar et euro). A titre d'exemple, nous avons souscrit au lancement d'un emprunt d'État coréen en dollar à 5 ans à un surcroît de rendement de 4% au-delà du Bon du Trésor américain de même maturité. En fin de trimestre, elle s'établissait à 2,4%. Ces positions ont été complétées par un positionnement à la baisse des taux au Brésil, par un achat de dette locale de maturité 2012 offrant un rendement de 11,5%. Ces stratégies initiées sur les pays émergents représentent actuellement 3,7% du portefeuille de Carmignac Patrimoine, mais nous avons l'intention de doubler cette allocation au gré des opportunités de marché.