

Tendances macroéconomiques sous la loupe

Un monde à trois vitesses:
comment l'aborder?

La flexibilité dans la gestion et un univers d'investissement élargi à l'international sont des atouts majeurs dans un environnement boursier contrasté. | Par Béatrice Denis

Chez Carmignac Gestion, l'allocation entre les différentes classes d'actifs et le choix des titres individuels découlent en grande partie de l'analyse des tendances macroéconomiques. Cette façon de faire a jusqu'à présent porté ses fruits pour le fonds Carmignac Patrimoine: ses performances annualisées de 8,5% et 10,2% respectivement sur cinq et 10 ans glissants sont remarquables en elles-mêmes mais aussi pour un produit dont le niveau de risque est inférieur à la moyenne selon Morningstar. Comment Rose Ouahba, gestionnaire, négocie-t-elle cette période agitée à la fois sur les marchés d'actions et d'obligations?

Vision macro

La détérioration des finances publiques européennes a d'abord été visible en Grèce, mais ce pays n'était pas un cas isolé et les inquiétudes du marché se sont rapidement portées sur l'ensemble du continent, y compris sur des économies majeures. A l'exception de l'Allemagne, il semble qu'aucun pays ne soit à l'abri: la France, par exemple, est en déficit, hors charge de la dette, depuis 2002! Un plan de sauvetage était indispensable, sans quoi la part des charges d'intérêts de la dette dans le produit intérieur brut, par exemple 6,1% pour la Grèce en 2011, ne serait plus supportable. Néanmoins, deux risques clés demeurent. Le premier est d'ordre conjoncturel: les plans d'austérité devenus nécessaires pour réduire les déficits arrivent alors que la reprise économique est encore fragile – le remède va-t-il tuer le malade? Le second risque est d'ordre structurel: depuis environ 10 ans, c'est-à-dire depuis le lancement de l'euro, les Etats membres appliquent des politiques écono-

miques divergentes. Par exemple, l'Allemagne privilégie les gains de compétitivité et les exportations, tandis que la France soutient la consommation locale. La monnaie unique renforce les divergences au sein de la zone euro et toute réforme visant à une harmonisation des politiques prendra du temps. Compte tenu de ces éléments, le risque sur l'Europe est déflationniste plutôt qu'inflationniste et un relèvement des taux n'est pas imminent.

De l'autre côté de l'Atlantique, les USA



« Les risques de surchauffe en Chine nous semblent surestimés. »

Carmignac Gestion

offrent un tableau plus optimiste avec une reprise visible. Le coût unitaire du travail reste faible, ce qui est favorable aux entreprises; l'inflation reste contenue; les investissements d'entreprises opèrent une remontée fulgurante depuis mi-2009 et l'économie ne détruit plus d'emplois depuis six mois. Le seul point noir est l'énorme endettement public qui commence à peine à diminuer et auquel le gouvernement devra s'attaquer dans les années à venir.

A l'opposé, la situation budgétaire et d'endettement est saine dans les pays émergents et les taux de croissance y sont nettement supérieurs. Par exemple, ils sont estimés pour 2011 à 9,3% en Chine et 7,6% en Inde, contre 1,7% en zone euro et 2,0% au Japon, selon l'OCDE.

Les risques de surchauffe en Chine nous semblent surestimés. Historiquement, l'évolution de l'inflation suit de six mois celle de la masse monétaire. Or, celle-ci est en train de diminuer suite aux mesures prises par les autorités. Les crédits aujourd'hui octroyés sont de plus en plus des crédits de long terme, et non des crédits spéculatifs, et ils sont de plus en plus accordés aux ménages plutôt qu'aux entreprises, reflétant la volonté du gouvernement de stimuler la consommation. Les prix de l'immobilier haut de gamme dans les grandes villes sont clairement en surchauffe, mais la moyenne nationale sur cinq ans des prix de l'immobilier indique une hausse très modérée: la croissance moyenne des prix reste inférieure à celle des salaires.

Un risque à surveiller cependant: le risque d'entraînement du ralentissement de l'Europe sur le reste du monde. Les indicateurs économiques avancés commencent à fléchir et il faudra s'assurer

qu'il ne s'agit pas d'un retournement de tendance.

Actions

Vu ce tableau «à trois vitesses», la poche actions de Carmignac Patrimoine alloue une part non négligeable du capital, soit 30%, aux pays émergents. Les valorisations des titres des pays industrialisés et émergents étant proches, autant favoriser ceux dont le potentiel de croissance est le plus attractif. Les USA, par le biais de sociétés bénéficiaires d'une remontée de l'investissement, sont aussi privilégiés, tandis que l'Europe est sous-pondérée. Dans cette zone, la part belle est faite aux sociétés d'exportation bénéficiaires de la baisse de l'euro. En même temps, nous misons aussi sur les mines aurifères: d'une part, les difficultés actuelles pourraient perdurer et d'autre part, l'or bénéficie de la volonté des banques centrales des pays émergents de diversifier leurs réserves au-delà des actifs papier. Sur l'ensemble du portefeuille, la part des actions a été relevée à environ 30%. L'un des signaux qui nous a incités à modifier notre allocation est que les marchés ont décidé d'ignorer une mauvaise nouvelle clé et qui était pourtant une surprise: un nouvel abaissement de la notation de la dette grecque par l'agence Moody's. Désormais, un rebond technique des actions d'environ 5% nous semble probable dans les semaines à venir.

Obligations

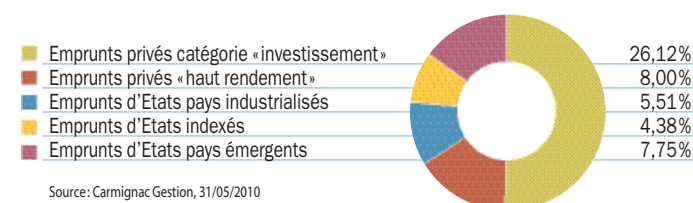
La poche obligataire de Carmignac Patrimoine représente actuellement quelque 50% et est gérée sur trois grands thèmes. Le premier est l'évolution des taux d'intérêt. La source d'inquiétude clé début 2010 concernait le timing de la remontée des taux. Aujourd'hui, grâce à la crise de la dette européenne, cette question, ainsi que celle du risque inflationniste, n'est plus vraiment d'actualité: cette crise a repoussé dans le temps le timing du resserrement monétaire. Nous sommes longtemps restés à peu près à l'écart de la dette des Etats européens périphériques, mais c'est désormais le cas à 100% aujourd'hui: depuis mars, la totalité des encours sur les

dettes d'Etats européens a été reportée sur l'Allemagne. En dépit du plan de sauvetage de l'Union, le risque de détérioration ultérieure des dettes grecques et autres n'est pas éliminé et par conséquent, nous ne sommes pas attirés par ces coupons qui paraissent pourtant alléchants à première vue. Le second thème est l'évolution des devises et permet de profiter d'un des points forts du fonds: son accès aux marchés internationaux. Au-delà de rebonds techniques ponctuels, la faiblesse de l'euro nous semble être installée pour un bon moment et par conséquent, 70% de la dette en portefeuille sont libellés en dollars, yens et devises émergentes. La dette émergente locale est une source de rende-

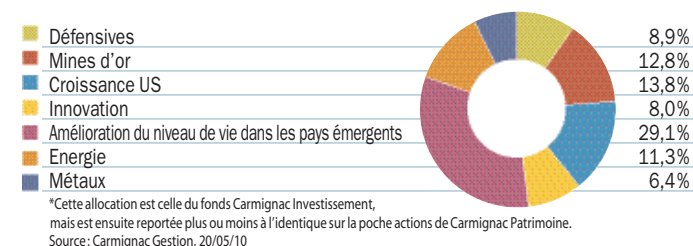
ment significative: on bénéficie à la fois de l'appréciation des devises et de coupons élevés: par exemple 12% au Brésil et 9% en Turquie sur la dette d'Etat à 2 ans, contre 1,1% aux USA. Enfin, le troisième thème est l'évolution des primes de risque des dettes d'entreprises. Nous avons légèrement relevé notre exposition à la dette privée spéculative et en particulier à la dette de qualité BB: nous parions sur le relèvement de la notation de cette dette à un niveau supérieur d'investissement grade pour des groupes tels que **Bombardier** et **Pernod Ricard**. (C)

> CARMIGNAC PATRIMOINE
(ISIN: FR0010135103)

Allocation obligataire



Allocation d'actions*



Les indicateurs avancés commencent à fléchir

