



## All you need is growth

Septembre 2016



Auteur(s)  
Didier Saint-Georges

Longueur  
7 minute(s) de lecture

*A destination des investisseurs professionnels uniquement...  
\_Ne convient pas aux investisseurs de détail en Belgique.*

### L'échec des Banques centrales soulève la question du besoin de relances budgétaires

Malgré des années d'assouplissement quantitatif et de taux d'intérêt plus bas que jamais, les politiques monétaires ne sont pas parvenues à empêcher que la croissance économique, presque partout, continue de décevoir chaque année depuis huit ans.

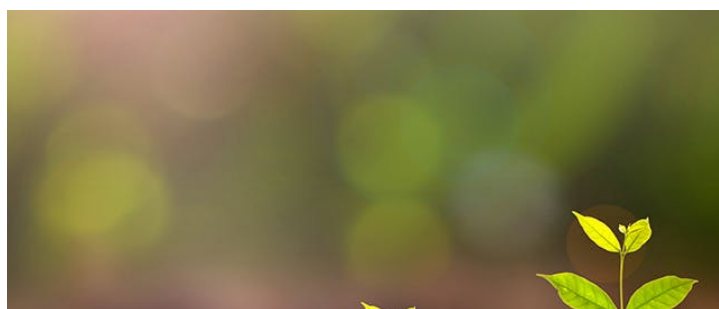
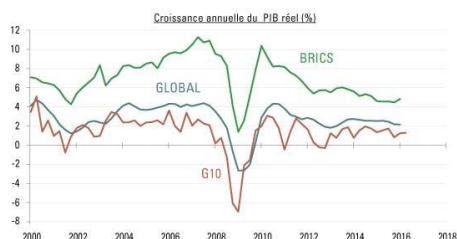
Ce constat d'échec entraîne trois conséquences. La première est la plus bénigne : ce qui devait être un traitement de la grande crise financière exceptionnel et temporaire est en train de devenir permanent. Les Banques centrales sont acculées à maintenir des politiques monétaires hyper-accommodantes. Les marchés s'en réjouissent, mais le problème pour l'économie réelle est que ces politiques butent de plus en plus sur la loi des rendements décroissants : leur impact s'épuise au fur et à mesure que les taux d'intérêt atteignent des niveaux extrêmement bas.

La seconde conséquence est une augmentation du risque économique : même avec des taux qui demeureraient éternellement bas, le manque de croissance nominale ne permet pas de réduire les déséquilibres financiers des États. Dans le même temps, le modèle économique du secteur bancaire est ébranlé. La question de la soutenabilité de la dette et de la faiblesse du secteur bancaire dans un contexte de croissance trop faible constitue un risque important à terme pour la stabilité financière globale. La menace sur la crédibilité des Banques centrales, embarquées dans une fuite en avant mal contrôlée, ajoute à ce risque.

Ce qui amène à la troisième conséquence de cet échec des Banques centrales : la pression s'accroît désormais sur les gouvernements pour reprendre la main sous forme de politiques budgétaires et fiscales. La croissance économique redevient un enjeu politique de premier plan dans des calendriers électoraux chargés, et nourrit, sous la pression de populations laissées pour compte depuis huit ans, des appels tous azimuts à la relance économique.

Pour les marchés, de taux comme d'actions, il s'agirait d'un changement de paradigme décisif, après huit années d'un régime univoque, principalement influencé par l'action des Banques centrales sur le prix des actifs financiers. Cette transition, encore hypothétique, mérite donc d'être examinée par les investisseurs sous l'angle de la gestion des risques.

#### LA CROISSANCE ÉCONOMIQUE CONTINUE DE DÉCEVOIR



## Tournant budgétaire ?

Depuis le début de l'année, l'essentiel de la croissance américaine a reposé sur les dépenses des consommateurs. Comme nous l'expliquions pour la Cœmignac & Notsis avril 2016 « [Danse sur un volcan](#) », les dépenses d'investissement du secteur privé ont continué de croître, prévues par la baisse des marges des entreprises et l'abondance des capacités de production inutilisées. Les mêmes causes produisant les mêmes effets, il n'y a pas de raison aujourd'hui d'anticiper une reprise de l'investissement à brève échéance. En revanche, la consommation pourrait commencer à souffrir de l'augmentation du prix des services et de la santé, voire d'un affaiblissement de la confiance provoquant une augmentation du taux d'épargne. La croissance américaine est par conséquent toujours vulnérable à un ralentissement cyclique, dans la mesure où son croissance moyenne à moyen terme qui dépasse à peine 1% désormais. Dans le même temps, à l'aube de l'élection présidentielle américaine, les dépenses fédérales ont atteint un niveau de 21% du PIB, au plus bas historique (au moins depuis 40 ans !). Dès lors, il ne faut pas s'étonner qu'Hillary Clinton présente un programme économique incluant un plan d'investissement public de 275 milliards de dollars sur cinq ans, pour pallier la faiblesse de l'investissement privé, et que Donald Trump évoque « la nécessité de repenser totalement les infrastructures de la nation ». Même si la promesse parallèle de baisses d'impôts drastiques rend la remarque de Donald Trump un peu creuse, il y a bien surenchère de promesses de relance budgétaire. Début août, le Japon a annoncé un nouveau programme de stimulus fiscal estimé à 275 milliards de dollars (28 000 milliards de yens). Même si la réalité des chiffres annoncés est sujette à caution, il s'agit d'un retournement de priorité spectaculaire quand on se souvient de la décision funeste en 2014 d'augmenter la taxe sur la consommation à 8%, qui fit plonger rapidement l'économie nipponne.

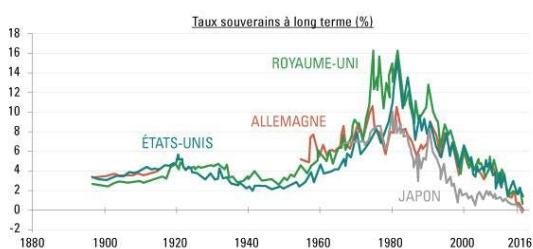
Au Royaume-Uni, il est probable que le nouveau chancelier Philip Hammond annonce prochainement un programme d'investissement public pour pallier l'impact économique négatif du vote en faveur du Brexit. En zone euro, les marges de manœuvre demeurent polarisées entre d'un côté l'Allemagne qui vient d'annoncer un surplus budgétaire de 18,5 milliards d'euros (soit 1,2% du PIB) pour le premier semestre, et le reste de la zone en déficits excessifs. Mais, suite aux menaces sur la croissance créées par le vote britannique en faveur du Brexit, la Commission européenne pourrait devenir encore plus tolérante à l'égard des pays en délicatesse avec les règles de rigueur du pacte de stabilité. Quant à l'Allemagne, le ralentissement que pourrait bientôt subir son économie, ainsi que les encouragements d'acteurs comme le FMI, pourraient amener le gouvernement Merkel à surmonter sa répugnance historique à faire profiter un peu plus ses contribuables, accessoirement aussi les électeurs l'an prochain, des fruits de sa bonne gestion, sous forme de réduction d'impôts ou d'augmentation des dépenses.

## Quid de telles perspectives pour les marchés ?

Ce « passage de bâton » du soutien monétaire au soutien budgétaire est certes loin d'être acquis. Aux États-Unis, il faut y avoir loin des élections, à l'échelle des élections au Congrès, en Novembre prochain également, devaient reconduire une majorité républicaine. Au Japon, s'éloigner davantage de l'orthodoxie financière nécessiterait un « courage » politique auquel nous ne sommes plus habitués. Les marchés obligataires, qui ont aujourd'hui profité d'abondamment des emprunts d'État américains à trente ans restent très proches des plus bas historiques en cette fin d'été. Mais la surperformance sur les marchés d'actions des secteurs industriels et cycliques depuis les plus bas de janvier/février traduit, en revanche, davantage d'espoir. En cas de déception économique, les marchés obligataires pourraient donc continuer de bien se tenir, mais aux niveaux actuels leur potentiel de gains supplémentaires n'en serait pas moins très limité. Les marchés actions, en revanche, sanctionneraient les valeurs cycliques pour revenir sur les valeurs plus défensives. À contrario, en cas de relance budgétaire convaincante, les marchés actions pourraient y trouver le relais de soutien dont ils ont besoin aujourd'hui, encore que les valeurs cycliques aient déjà largement profité de cette anticipation, mais le marché obligataire serait très vulnérable. Il le serait d'autant plus que va se faire jour d'ici la fin de l'année une légère tension de l'inflation aux États-Unis, qui s'ajoutera à la fin du choc déflationniste qu'avait provoqué l'effondrement du prix du pétrole en 2015.

A ce stade, les risques sont devenus donc défavorablement asymétriques pour les marchés obligataires. En revanche, la prolongation de politiques monétaires très accommodantes et la possibilité de plans de soutien à l'économie maintiennent des perspectives plus favorables aux marchés d'actions et de crédit. Ils justifient d'y conserver encore quelques temps notre exposition. Toutefois, nous gardons à l'esprit qu'une tension sur les taux d'intérêt ne manquerait pas de contaminer la valorisation de ces classes d'actifs. Ce diagnostic nous enjoint d'être doublement vigilants dans les prochains mois à l'égard de l'évolution du complexe politique monétaire/politique budgétaire.

### LES TAUX D'INTERÊT AUX PLUS BAS HISTORIQUES



## The Long and Winding Road Will never Disappear...

The Beatles

Source : Bloomberg, 09/2016

## Stratégie d'investissement

### Les devises

L'été a marqué une pause sur le front des devises avec un dollar et un yen quasi-stables face à l'euro et une poursuite très modérée de l'affaiblissement de la monnaie britannique. Le fait marquant au cours du mois d'août aura été la reprise du mouvement de dépréciation de la monnaie chinoise.

Notre stratégie de change a donc bien su tirer parti de cet environnement grâce à ses positions vendeuses sur le renminbi et à ses couvertures sur la livre sterling. Nous avons par ailleurs conservé une allocation équilibrée entre euro et dollar américain, ainsi qu'une petite position sur le yen.

### Les taux

Les marges de crédit ont continué à se comprimer au cours de l'été, bénéficiant ainsi à notre allocation sur les obligations privées. Nous en avons profité pour prendre une partie de nos profits à la fin du mois d'août. Les rendements des obligations souveraines sont en revanche restés globalement stables après leur rallye du mois de juin.

Dans ce contexte, notre allocation renforcée sur les obligations souveraines émergentes nous a permis d'enregistrer du rendement, à défaut de plus-values supplémentaires. Alors que nous voyons l'inflation continuer de se renforcer graduellement aux États-Unis, nous nous sommes positionnés pour gérer ce risque via des positions vendeuses sur les taux américains. Nous avons ainsi une sensibilité modérée.

### Les actions

Après un vif rebond au mois de juillet, les marchés actions ont progressé de façon plus modérée au cours du mois d'août. Ce sont les marchés émergents qui ont enregistré les performances les plus fortes, sur fonds de stabilisation de l'économie chinoise et de reprise du cours des matières premières. Le contexte favorable de liquidité post vote « Brexit » (avec des taux réel négatifs et un retour de l'assouplissement quantitatif au Royaume-Uni) nous aura conduit à remonter sensiblement nos allocations actions dès le mois de juin pour pleinement tirer parti de ce rebond.

Nous avons également renforcé au mois d'août notre exposition sur les pays émergents. Nous avons enfin activement géré notre sélection de titres en prenant nos profits sur des valeurs technologiques comme LinkedIn ou Liberty Global, et en introduisant de nouvelles sociétés avec des potentiels de hausse intacts comme Charter Communications. Nous avons enfin construit des positions sur des valeurs cimentières à même de profiter d'un rebond des dépenses d'investissement dans les infrastructures comme Cemex ou Lafarge-Holcim. La sélectivité reste ainsi primordiale dans un contexte où la croissance mondiale reste médiocre et incertaine.

### Les matières premières

Après une belle progression en juillet, la performance de Carmignac Portfolio Commodities a marqué le pas en août. Nous avons renforcé la sélectivité au sein de nos valeurs pétrolières en procédant à la cession de plusieurs noms comme Gran Tierra, Hunting ou Bankers Petroleum.

Notre construction de portefeuille continue de s'appuyer sur des valeurs dont le profil de génération de flux de trésorerie est attractif sur un cycle économique complet, et ainsi sont relativement insensibles au momentum de court terme des marchés.

### Fonds de fonds

Nos Fonds de fonds ont pleinement profité de l'augmentation de leur exposition pour enregistrer une belle hausse en juillet, suivie d'une performance quasi-stable au cours du mois d'août. Nous maintenons un positionnement équilibré, tant en terme d'allocation géographique que d'allocation de change, de façon à continuer de générer une volatilité contrôlée.

### Informations légales importantes

Ce document est publié par Carmignac Gestion S.A., société de gestion de portefeuille agréée par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF) en France, et sa filiale luxembourgeoise, Carmignac Gestion Luxembourg, S.A., société de gestion de fonds d'investissement agréée par la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF), suivant le chapitre 15 de la loi luxembourgeoise du 17 décembre 2010. "Carmignac" est une marque déposée. "Investing in your Interest" est un slogan associé à la marque Carmignac. Ce document ne constitue pas un conseil en vue d'un quelconque investissement ou arbitrage de valeurs mobilières ou tout autre produit ou service de gestion ou d'investissement. L'information et opinions contenues dans ce document ne tiennent pas compte des circonstances individuelles spécifiques à chaque investisseur et ne peuvent, en aucun cas, être considérées comme un conseil juridique, fiscal ou conseil en investissement. Les informations contenues dans ce document peuvent être partielles et sont susceptibles d'être changées sans préavis. Ce document ne peut être reproduit, en tout ou partie, sans autorisation préalable.