

**RAPPORT DE GESTION - 2ÈME TRIMESTRE 2018**

Q2 2018

par Frédéric LEROUX  
Responsable Équipe Cross Asset  
12.07.2018**Analyse économique**

**« America First » s'avère ne pas être qu'un slogan, mais bien le nom d'une politique économique sans fard qui produit des effets positifs sur le moral économique outre-Atlantique. La capacité de mouvement américaine, face à l'immobilisme européen, emporte l'économie mondiale dans un antagonisme que la normalisation de la politique monétaire américaine fait tout sauf apaiser. Sous l'action de la Fed, les premières tensions sur la liquidité mondiale apparaissent, amplifiées par la poursuite de la hausse des cours du pétrole. Si l'on ajoute à ces deux facteurs négatifs importants les menaces de Donald Trump sur le commerce mondial, le changement de régime apparaît dans toute sa brutalité. La concomitance de ces facteurs doit nous amener à les considérer comme les signes avant-coureurs d'une fragilisation d'un système en bout de course plutôt que comme des événements indépendants et spécifiques.**

**Point de vue global**

Dans notre précédent rapport, nous écrivions : *« Le ralentissement économique modéré que nous anticipions semble commencer à se matérialiser, avec un léger retard dû aux premiers effets de la réforme fiscale américaine. Ce sont d'ailleurs les zones géographiques les plus cycliques qui montrent les faiblesses les plus visibles, validant l'effet retardateur de la baisse de la pression fiscale aux États-Unis »*. Le ralentissement dans les régions cycliques, comme le Japon, l'Europe ou certaines économies émergentes, est palpable alors qu'aux États-Unis il tarde encore à se matérialiser.

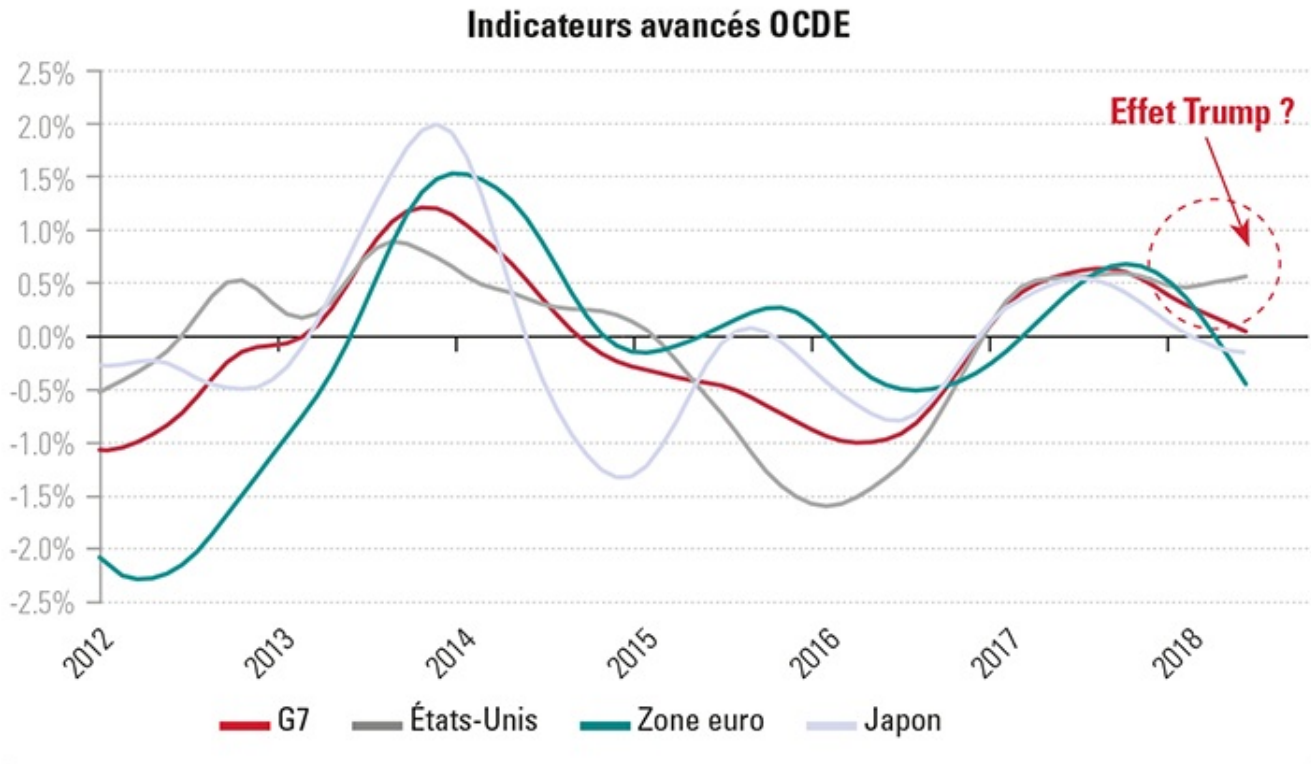
« America First », traduction opérationnelle et radicale du « Make America Great Again » qui avait fait mouche lors de la campagne pour l'élection présidentielle, s'avère ne pas être qu'un slogan, mais bien le nom d'une politique économique sans fard, sans freins ni sans trop de limites, qui produit des effets positifs sur le moral économique outre-Atlantique.

La réforme fiscale en faveur de l'investissement des entreprises et de la consommation des ménages, les mesures visant au rééquilibrage du commerce mondial au profit des États-Unis, la lutte intensifiée contre l'immigration clandestine témoignent le plus visiblement d'une politique américano-centrée et expliquent

pour une bonne part la résilience de la croissance américaine, au détriment du reste du monde, dans l'immédiat.

## Le ralentissement est clairement amorcé en Europe et au Japon

Mais la résilience américaine est palpable



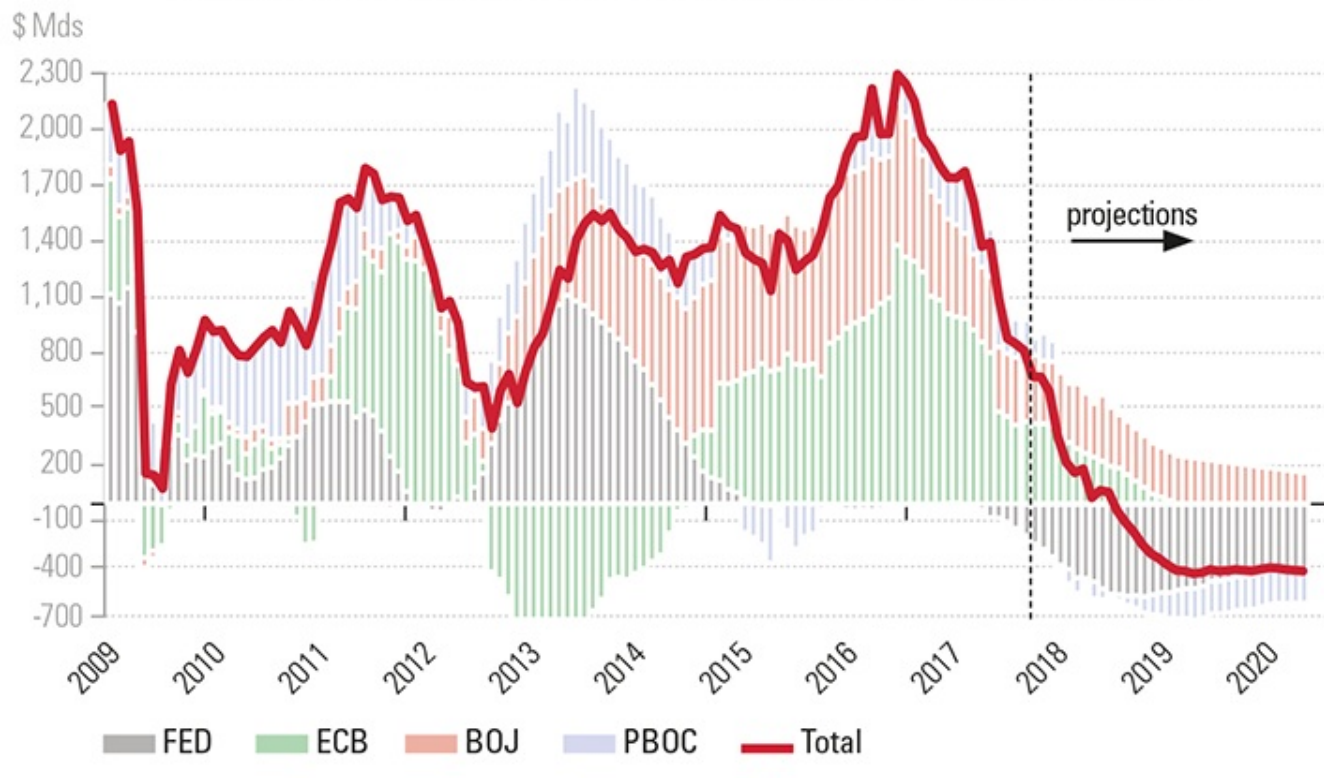
Source : OCDE, Carmignac, 05/2018

Ce volontarisme politique, dont nous avons sous-estimé les effets économiques, ainsi que la nouvelle démonstration de faiblesse de l'idée européenne justifient a posteriori le revirement que nous n'attendions pas de la parité de l'euro contre dollar. L'explosion attendue du déficit public américain a en effet peu pesé au regard de l'accentuation du différentiel de croissance en faveur de l'Amérique en ce qui concerne la parité euro/dollar. Pour cette raison, la valorisation des actifs émergents a également été négativement affectée et a pesé sur les performances de nos fonds globaux et émergents au cours du deuxième trimestre.

La capacité de mouvement américaine, face à l'immobilisme européen, emporte l'économie mondiale dans un antagonisme anxigène que la normalisation de la politique monétaire américaine fait tout sauf apaiser : sous l'action de la Fed, les premières tensions sur la liquidité mondiale apparaissent, amplifiées par la poursuite de la hausse des cours du pétrole qui prend aussi sa part dans le drainage des liquidités. Après avoir connu un rythme d'injections supérieur à 200 milliards de dollars par mois du fait de l'action cumulée des principales Banques centrales mondiales, l'économie et les marchés doivent s'adapter à des injections désormais limitées à 50 milliards qui, dès octobre, passeront à moins de 23 milliards puis à un retrait mensuel net de 5 milliards en janvier 2019, si les Banques centrales s'en tiennent à leurs annonces.

## Liquidités : un changement de régime majeur pour les marchés mené par les États-Unis

### Variation annuelle du bilan des principales Banques centrales (\$ Mds)

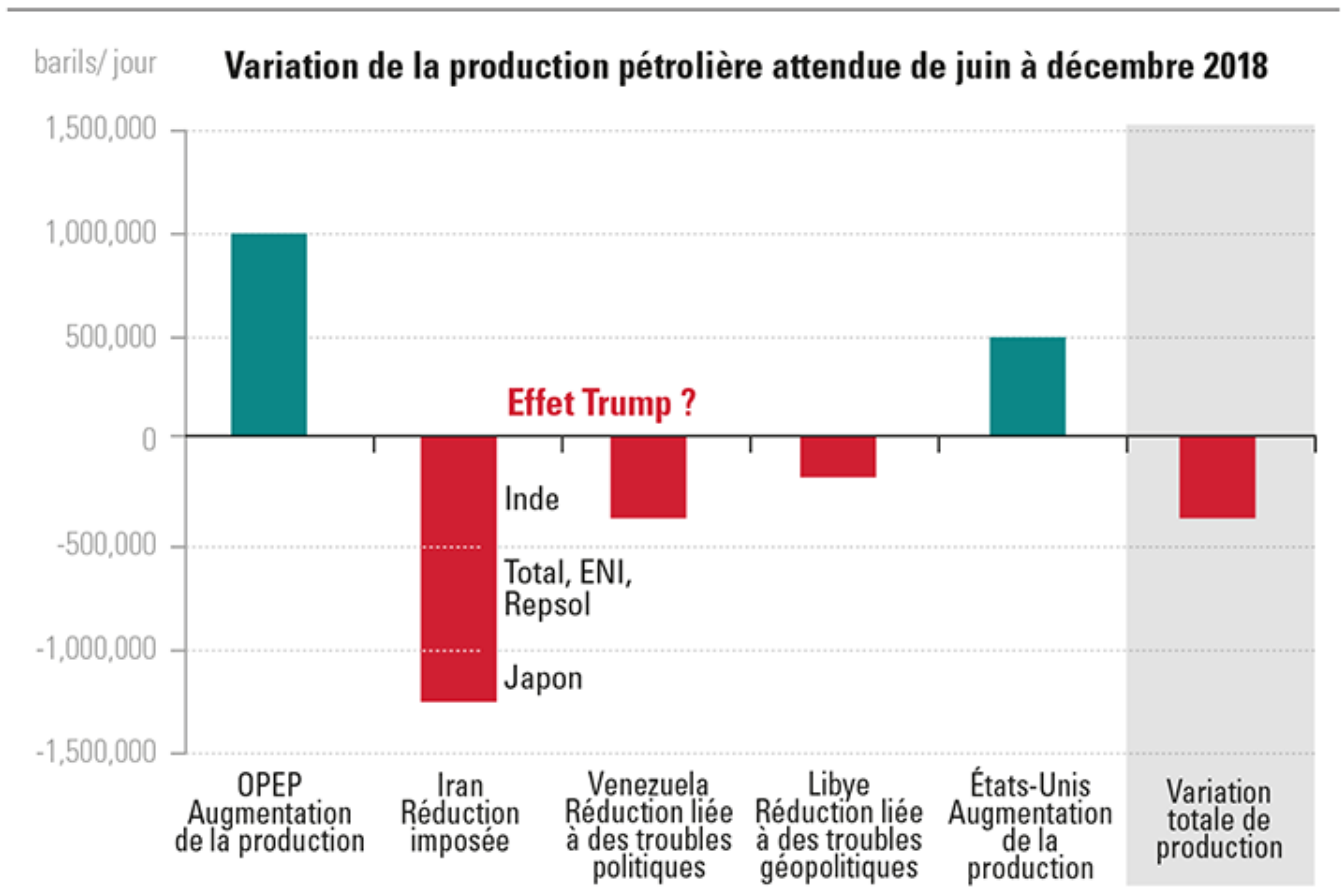


Sources : Bloomberg, Carmignac, 07/2018

En parallèle, la hausse du prix du pétrole de 10 dollars en six mois a déjà réduit de 100 milliards de dollars les capacités de dépenses discrétionnaires des entreprises et des ménages, alors que les cours poursuivent tendanciellement leur ascension. Si l'on ajoute à ces deux facteurs négatifs importants les menaces de Donald Trump sur le commerce mondial, dont la décroissance est aussi un facteur de réduction de la liquidité, le changement de régime financier apparaît dans toute sa brutalité. Le rebond du dollar s'en nourrit tout en l'alimentant. Les tensions sur les dettes dans les pays plus dépendants des financements extérieurs (Italie, Turquie...), la baisse des devises et marchés d'actions émergents mais aussi les écartements des marges de crédit des emprunteurs privés de second rang ou les valorisations bancaires en Europe en sont les premières victimes. La concomitance de ces crises ou tensions locales doit nous amener à les considérer comme les signes avant-coureurs d'une fragilisation d'un système en bout de course plutôt que comme des événements indépendants et spécifiques.

Dans chacune des trois causes de réduction de la liquidité, le facteur politique joue un rôle important à côté des éléments économiques. En effet, si la Fed poursuit la normalisation de sa politique monétaire, c'est parce que la politique économique de D. Trump le permet, voire le justifie. Si les cours du pétrole poursuivent leur hausse malgré la volonté de l'Opep et de la Russie d'augmenter leur production, c'est au moins en partie parce que D. Trump veut interdire les exportations iraniennes.

## L'intransigeance de D. Trump fait monter les cours du pétrole



Source : Carmignac, 29/06/2018

Si enfin le commerce mondial poursuivait son affaiblissement, ce serait aussi en partie parce que les mesures protectionnistes du président Trump seraient appliquées. Le changement de régime que nous observons est potentiellement majeur pour l'économie et les marchés, mais il n'est pas pour autant gravé dans le marbre ; la versatilité inhérente à la méthode Trump pourrait donner lieu à d'importants revirements qu'il conviendra d'anticiper lorsque le balancier sera allé trop loin, ou que l'agenda politique autorisera une position américaine plus nuancée sur les sujets actuels de tension ou encore – et surtout – lorsque les marchés auront clairement montré leur réprobation à l'égard de la méthode Trump si elle devenait économiquement contreproductive à leurs yeux. L'« économie de conte de fées » (Goldilocks) – où croissance molle, inflation faible et liquidités surabondantes créaient un environnement indistinctement très favorable aux marchés financiers – est mise entre parenthèses partout dans le monde, sans effets notables aux États-Unis, dont il est opportun de se demander si la prospérité solitaire peut se prolonger longtemps encore.

## États-Unis

Pour l'instant, la Réserve fédérale et le président américain mettent leurs actes en conformité avec leurs

paroles. La Fed, sous l'impulsion de son nouveau patron Jerome Powell, remet sur les marchés au rythme de 20 milliards par mois les obligations achetées de 2008 à 2014 et remonte régulièrement ses taux directeurs, aujourd'hui à 2,0%. La vigueur de l'économie américaine dont le cycle semble avoir été prolongé par les premières initiatives de Donald Trump permet en effet à la Fed de poursuivre la normalisation de sa politique monétaire, contrairement aux autres grandes zones économiques qui ne semblent pas pouvoir confirmer leur performance de 2017.

Donald Trump met quant à lui en œuvre avec détermination son programme pour lequel il a été élu. Il s'adresse à l'Amérique profonde, qui a davantage souffert de déclassement que profité des mannes financières de la politique monétaire non conventionnelle. Baisse des impôts pour les ménages et les entreprises, incitation fiscale au rapatriement vers les États-Unis de centaines de milliards de dollars de profits réalisés à l'étranger par les grandes entreprises américaines jusque-là parqués dans les succursales bancaires étrangères, lutte plus déterminée contre l'immigration, recherche d'un commerce mondial « équitable » au sens de D. Trump (plus favorable aux États-Unis), avant le vraisemblable lancement d'un plan d'investissement en infrastructures et une refonte en profondeur du système de santé américain. Ces deux derniers points du programme ne pourront être mis en œuvre que si les élections de mi-mandat en novembre conduisaient à une majorité républicaine plus nette qu'aujourd'hui dans les deux chambres. C'est la proximité de cet important moment électoral qui conduit le président américain à des postures plus extrêmes qu'attendu, tant en matière d'immigration que de défense des entreprises américaines face à leurs concurrents mondiaux.

La dynamique économique américaine ne permettra probablement pas longtemps encore une posture aussi teigneuse à l'égard des partenaires commerciaux américains ni la poursuite de la normalisation monétaire au rythme actuel. En effet, certains des principaux indicateurs avancés de la conjoncture américaine, certes toujours largement dans le vert, montrent de premiers signes de fatigue. Ainsi la croissance de l'investissement en biens d'équipement, si elle se maintient à un niveau élevé (9,2%), n'accélère pas malgré les incitations fiscales dont elle fait l'objet. De même, si la croissance annuelle de la consommation est encore de 2,3%, elle n'est plus que de 1,5% annualisée sur les six derniers mois, soit à un plus bas de cinq ans, malgré les baisses d'impôts et, parfois, les hausses de salaire ou les bonus exceptionnels servis par les entreprises ayant elles-mêmes bénéficié de baisses d'impôts ou profité des possibilités avantageuses de rapatriement de leurs profits réalisés hors des États-Unis. Si le moral du consommateur permet encore au taux d'épargne de rester très bas à 3,2%, il nous paraît raisonnable d'envisager sa reconstitution progressive.

La hausse des cours du pétrole pourrait aussi fort bien, si elle se poursuivait, marquer la fin de la singularité de la croissance américaine en mordant sur le pouvoir d'achat des ménages. La géopolitique « trumpienne », qui veut faire disparaître l'Iran de l'offre pétrolière, nous amène à penser que la hausse des cours du pétrole devrait se poursuivre et conduire à la plus classique des fins de cycle, conjuguant un ralentissement de la consommation et de l'investissement en partie lié au prix élevé du pétrole à une remontée des taux poussée par l'inflation dont le pétrole est une composante importante.

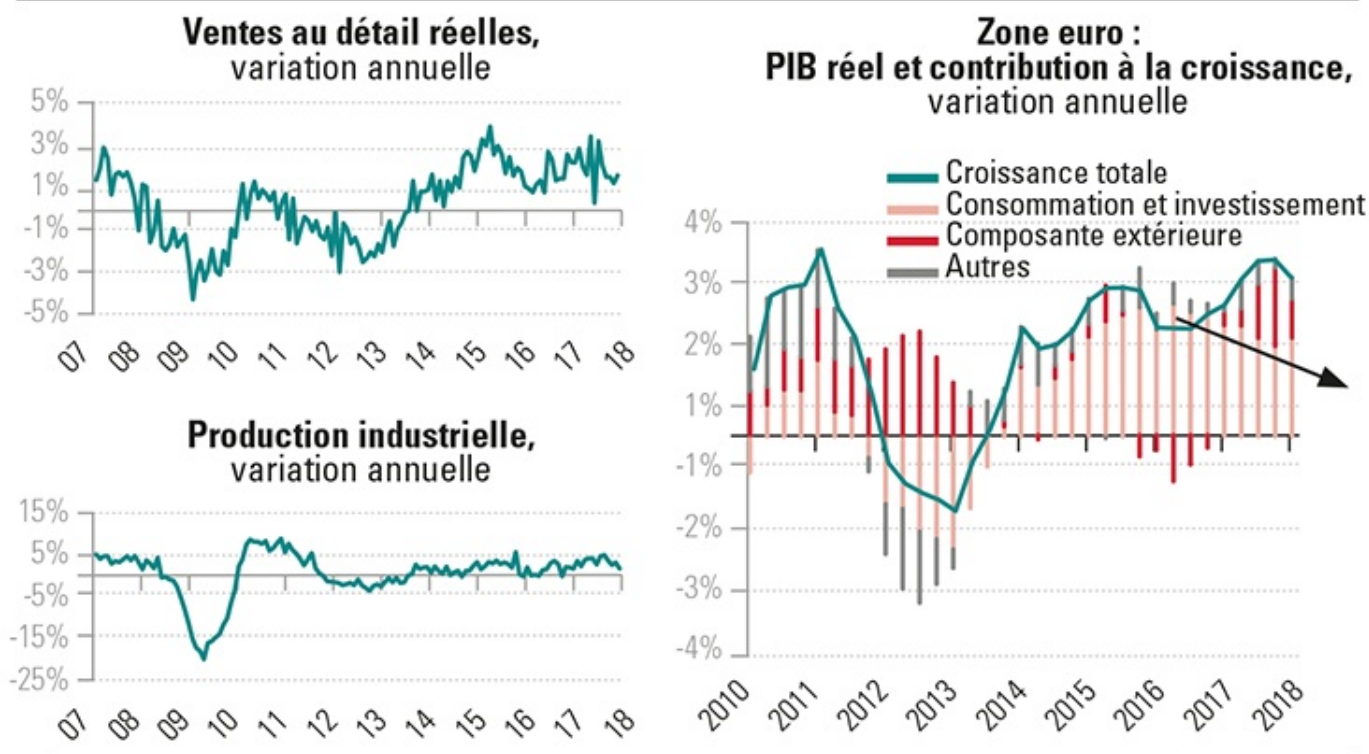
Comme anticipé, l'inflation poursuit d'ailleurs sa hausse entamée mi-2015. Elle s'élevait en mai à 2,8% (un plus haut de six ans), si l'on inclut les prix volatils de l'alimentation et de l'énergie et à 2,2% sans eux. Nous pensons qu'elle poursuivra son ascension modérée jusqu'en juillet, avant de décroître à nouveau. Mais la surprise d'une poursuite de la hausse de l'inflation ou d'une stabilisation sur de hauts niveaux n'est pas à exclure. Le pétrole et le plein emploi (taux de chômage à 4% de la population) pourraient finir par initier un début de cercle vicieux entre l'inflation salariale et les prix des biens et services et ainsi commencer à éroder

significativement les marges des entreprises. Dans les deux cas, décroissance autonome ou provoquée par la Fed, le marché aura à s'ajuster sensiblement à un taux de croissance différent des anticipations actuelles avant de pouvoir compter sur le retour de la mansuétude de la Fed.

## Europe

Le cheminement européen n'est pas parallèle à l'américain. La croissance a déçu dès le premier trimestre 2018, en liaison avec l'affaiblissement du commerce mondial.

### Europe : une croissance domestique en ralentissement couplée à un moindre soutien de la composante extérieure



Sources :  
Gauche : Carmignac, CEIC, 05/2018  
Droite : Carmignac, CEIC, 03/2018

La croissance pour l'ensemble de l'année est attendue à +2,2% contre 2,4% en 2017, à comparer aux 2,9% attendus aux États-Unis après les 2,3% de l'an dernier. Le facteur politique semble avoir joué un rôle. Les velléités séparatistes catalanes, la coalition des extrêmes en Italie, la manifestation du mécontentement par l'élection de partis extrêmes au centre de l'Europe et enfin l'affaiblissement d'Angela Merkel fragilisent la construction européenne et avec elle, le sentiment économique. À près de 2%, la croissance de la production industrielle est à un plus bas d'un an, comme celle des ventes au détail, à 1,5%. En Allemagne, l'impact de la décreue du commerce mondial est très visible : les commandes de biens durables en provenance de l'extérieur de la zone euro baissent de 3%.

Il est frappant que le ralentissement de l'Europe, comme celui du Japon, survienne avant toute faiblesse américaine, alors que les politiques monétaires y restent encore particulièrement accommodantes. L'affaiblissement de la croissance est un vrai casse-tête pour les politiques car il est à l'origine d'une bonne part du mécontentement populaire à l'égard de la construction européenne. Dans ces conditions, l'anticipation tant de fois déçue d'un coup de pouce budgétaire de l'Allemagne en faveur de la croissance en Europe n'est pas totalement infondée, d'autant qu'il pourrait contribuer à amortir la normalisation monétaire attendue de la BCE. Celle-ci devrait en effet diviser par deux ses achats d'obligations dès octobre, à 20 milliards d'euros, avant de stopper tout achat en janvier 2019.

## **Pays émergents et Japon**

Dans l'univers émergent, les menaces politiques sur le commerce mondial exacerbent les effets de la tension sur la liquidité et de l'affermissement du dollar. La baisse importante et généralisée des devises émergentes ainsi que celle des marchés d'actions à quelques exceptions près, comme l'Inde, témoignent des tensions sur la liquidité mondiale, de la hausse des cours du dollar et des menaces sur le libre-échange. L'Argentine et la Turquie, avec leur importante dette en dollars, en sont les victimes les plus visibles mais elles témoignent pour l'ensemble des marchés à travers le monde des effets potentiels du changement de régime monétaire, s'il n'était pas mis en œuvre avec mesure et compensations.

Le bras de fer commercial sino-américain pourra occuper les esprits à l'approche des élections de mi-mandat en novembre aux États-Unis et empêcher toute amélioration notable de la perception du risque émergent par les opérateurs, surtout si le dollar poursuivait son raffermissement. En Chine, la composante domestique de la croissance faiblit : la progression des ventes au détail poursuit sa décline à 6,7% seulement contre encore 9,5% un an plus tôt. Simultanément, la croissance du crédit revient vers ses plus bas de 2015 à 12,5%. Les menaces sur le commerce mondial ne peuvent y être prises à la légère par ce pays dont les ventes vers les États-Unis sont près de quatre fois supérieures aux ventes américaines vers la Chine.

Nous ne croyons cependant pas à une guerre commerciale ouverte et au recul du libre-échange mais au contraire, à terme, à l'instauration de meilleures pratiques plus respectueuses notamment de la propriété intellectuelle. Les États-Unis ont de bons arguments à faire valoir.

## **Stratégie d'investissement**

Le resserrement monétaire, bien engagé aux États-Unis et à venir en Europe, ajouté à la hausse des cours du pétrole et aux menaces verbales qui pèsent sur le commerce mondial, se conjugue à l'appréciation du dollar pour créer des conditions de liquidité sensiblement moins favorables pour les marchés. Ses maillons faibles en ont été affectés parfois de façon spectaculaire (Argentine, Italie...).

Le ralentissement léger que nous continuons d'anticiper pour les États-Unis devrait contribuer à un sentiment négatif à l'égard des actifs risqués, ce que nous avons pris en compte dans notre stratégie globale en réduisant les expositions actions de Carmignac Investissement à 86% et de Carmignac Patrimoine à 26%. Nous ne croyons cependant pas à un scénario noir qui justifierait dès à présent une réduction maximale des risques. Nous estimons en effet que les menaces sur le commerce mondial sont très exagérées par les commentateurs, les marchés eux-mêmes, et qu'elles devraient se dissiper d'ici la fin de l'été. Nous pensons

aussi que la menace inflationniste aux États-Unis demande confirmation et que le ralentissement américain pourrait n'être apparent qu'après la rentrée. Dans ces conditions, les marchés nous offriraient de meilleures conditions pour dérisquer de façon plus radicale nos portefeuilles.

Sur les marchés d'actions, nous conservons intacte notre exposition au secteur pétrolier américain car l'intransigeance de Donald Trump à l'égard de l'Iran notamment promet le maintien de cours du brut sur des niveaux élevés. Nous gardons une prépondérance en valeurs technologiques dont nous estimons qu'elles sont à la fois moins dépendantes du cycle économique et capables de se valoriser dans un environnement de taux d'intérêt soutenus par la normalisation monétaire. Notre préférence pour les actions de sociétés américaines peu cycliques est maintenue d'autant qu'elles bénéficient d'une nouvelle fiscalité favorisant les rachats d'actions. Après la sévère correction subie, les marchés émergents, et les actions chinoises en particulier, pourraient se redresser vivement, une fois les tensions commerciales apaisées, d'autant qu'elles sont moins vulnérables au rétrécissement de la liquidité globale.

Les marchés de taux d'intérêt ont eu des comportements divergents. Les taux allemands à 10 ans, à 0,3%, ne s'expliquent que par le maintien d'une politique monétaire ultra-accommodante un peu plus longtemps que prévu, mais dont l'avenir est compromis par ses effets secondaires qui font de plus en plus débat. Les taux américains à 10 ans pourront certes se stabiliser quelque temps sous les 3% du fait du ralentissement économique attendu, mais nous n'attendons pas une chute importante compte tenu de la normalisation monétaire de la Fed et de la résilience de l'économie américaine. Les crédits privés doivent être approchés avec prudence, compte tenu de la dégradation de la liquidité dont les effets négatifs déjà visibles pourraient être décuplés en cas de ralentissement américain prononcé.

Sur le marché des changes, l'évolution de la parité eurodollar est incertaine. Si à moyen terme le double creusement du déficit fiscal et commercial américain plaide inéluctablement pour un affaiblissement du billet vert, à court terme l'insolente santé de l'économie des États-Unis, sa politique prédatrice vis-à-vis de ses partenaires commerciaux et la normalisation monétaire de la Fed militent pour un renforcement du dollar. Aussi, les portefeuilles montrent des expositions assez proches des indicateurs de référence alors qu'une couverture plus spécifique a été prise par une position vendeuse de yuan contre dollar, afin de nous prémunir contre des risques éventuels d'escalade dans la « guerre » commerciale.

Source : Bloomberg, 29/06/2018.

**Cet article 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.**



Cet article n'a pas été soumis à la validation de la FSMA. Il est destiné aux professionnels uniquement. Les informations présentées ci-dessus ne constituent ni une offre de souscription, ni un conseil en investissement. Ces informations peuvent être partielles et sont susceptibles d'être modifiées sans préavis. La référence à certaines valeurs ou instruments financiers est donnée à titre d'illustration pour mettre en avant certaines valeurs présentes ou qui ont été présentes dans les portefeuilles des Fonds de la gamme Carmignac. Elle n'a pas pour objectif de promouvoir l'investissement en direct dans ces instruments, et ne constitue pas un conseil en investissement. La Société de Gestion n'est pas soumise à l'interdiction d'effectuer des transactions sur ces instruments avant la diffusion de la communication. Les portefeuilles des Fonds Carmignac sont susceptibles de modification à tout moment. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. L'accès aux Fonds peut faire l'objet de restriction à l'égard de certaines personnes ou de certains pays. Ils ne peuvent notamment être offerts ou vendus, directement ou indirectement, au bénéfice ou pour le compte d'une « U.S. person » selon la définition de la réglementation américaine « Regulation S » et/ou FATCA. Les Fonds présentent un risque de perte en capital. Tout renseignement contractuel relatif aux Fonds renseignés dans cette publication figure dans les prospectus de ces derniers. Les prospectus, les KIID, les valeurs liquidatives, les derniers rapports (semi) annuels de gestion sont disponibles en français et en néerlandais gratuitement auprès de la société de gestion, tél +352 46 70 60 1 ou par consultation du site internet [www.carmignac.be](http://www.carmignac.be) ou auprès de Caceis Belgium S.A. qui assure le service financier en Belgique à l'adresse suivante: avenue du port, 86c b320, B-1000 Bruxelles. Les KIID doivent être fournis au souscripteur avant chaque souscription, il lui est recommandé de le lire avant chaque souscription.