

Carmignac Gestion

Perspectives économiques et stratégie d'investissement 2010

I - Perspectives économiques 2010

► La reprise économique aux Etats-Unis se confirme

En ce début d'année, la reprise d'une conjoncture économique plus positive se confirme dans les pays développés, en particulier aux Etats-Unis. Après avoir détruit 7,2 millions d'emplois en l'espace de seulement 18 mois, l'économie américaine voit son taux de chômage se stabiliser. La poursuite de l'accumulation de gains de productivité à un rythme aussi élevé que celui enregistré au cours des neufs derniers mois (7% en moyenne trimestrielle) étant hautement improbable, une vive reprise des embauches nous semble inévitable au cours des trois prochains mois. Avec ses effets positifs sur le moral du consommateur, sur les revenus et donc sur la consommation elle-même, cette amélioration de l'emploi est susceptible d'amplifier le rebond en cours. L'augmentation prévisible de la demande finale qui en découle semble d'ores et déjà inciter les entreprises à reconstituer leurs stocks, ce qui devrait contribuer au rebond du PIB. Pour autant, au-delà de ce rebond de court terme, à moyen terme, la croissance restera timide.

► La croissance des pays développés reste timide

Si la reprise économique dans les pays développés est bien engagée, les freins à une reprise solide à moyen terme restent puissants. Les banques, plus regardantes sur la qualité des emprunteurs, préfèrent reconstituer leur solvabilité en acquérant des emprunts d'Etat financés à un coût proche de zéro, plutôt que d'augmenter leurs encours de prêts. Cette restriction du crédit bancaire, même si elle est partiellement compensée par le recours aux marchés obligataires ou actions, réduit le potentiel de croissance économique. Ensuite, après avoir été stimulé par le dispositif fiscal en faveur des primo-accédants américains, le marché immobilier d'habitation montre à nouveau des signes de fragilité. Enfin, même si la dégradation du marché du travail aux Etats-Unis semble stoppée, il n'en reste pas moins que le taux de chômage « réel », c'est-à-dire prenant en considération les personnes inemployées ne pointant plus ou celles travaillant involontairement à temps partiel, navigue plus près de 17% de la population active que des 10% officiels.

► Cette croissance molle permet le maintien des politiques accommodantes et écarte les risques d'inflation

La faiblesse du marché du travail partagée par l'ensemble des pays développés continuera d'exercer durablement une pression à la baisse sur les rémunérations. Il y a donc peu lieu de craindre un emballement des prix à la consommation hors alimentation et énergie. Dans ce contexte, les autorités semblent considérer légitime le maintien de politiques monétaires accommodantes. Elles entendent s'assurer ainsi que le retrait des stimuli fiscaux et monétaires ne soit pas mis en œuvre avant que se soit enclenchée dans la sphère privée une dynamique de croissance autoentretenu. Sans inertie positive, la croissance risquerait en effet d'être immédiatement cassée par l'arrêt des stimuli. Les discours récents des autorités monétaires des principaux pays développés démontrent qu'elles ne jugent pas encore venu le moment de mettre fin au soutien de l'activité, même si le FMI s'apprête à rehausser sa prévision de croissance mondiale pour 2010 au-delà de 3,1%.

► La croissance mondiale se resynchronise

Le regain de croissance américain, accompagné dans une moindre mesure par les principaux pays européens, se conjugue à la vigueur des grands pays émergents et/ou exportateurs de matières premières. Inévitablement, la forte reprise d'activité intervenue en Chine, en Inde et au Brésil suscite des tensions inflationnistes et des risques de surchauffe. Si la maîtrise des tensions inflationnistes dans ces pays nécessitera incontestablement la conduite de politiques monétaires plus restrictives, elles ne mettront pas en péril la poursuite de leur croissance.

► Le comportement des marchés sera davantage dicté par les fondamentaux

La hausse des marchés actions qui a, depuis mars, été principalement nourrie par la liquidité surabondante perfusée dans le système par l'ensemble des Banques centrales, devient plus fondamentale, plus dépendante d'une évolution économique jugée plus favorable. Même si le moteur change, passant de la liquidité abondante à la croissance économique avérée, l'environnement nous semble toujours propice à l'investissement en actions. Les risques associés à ce changement de régime – retrait des stimuli et hausse des taux – sont réels, mais, s'il exige plus de discernement, le choix de valeurs dans un monde à deux vitesses à partir de résultats estimés est plus confortable à mesure que l'éloignement de la crise rend l'exercice d'estimation moins aléatoire.

II - Stratégie d'investissement 2010

I – Actions internationales

► Même timide, la croissance dans les pays développés va permettre un fort rebond des bénéficiaires

Si la croissance des pays développés continue à être molle, elle devrait toutefois se traduire par un fort rebond de la capacité bénéficiaire des entreprises. En effet, les réductions de coûts particulièrement drastiques mises en œuvre par les sociétés (réduction massive de leurs stocks, licenciements, réduction de leur charge d'intérêt consécutive à la baisse des marges de crédit et à la faiblesse des investissements) vont donner au léger surcroît de ventes attendu une rentabilité élevée, potentiellement très favorable aux investissements en actions.

► Le thème du rebond américain représente 8,6% des encours de Carmignac Investissement

La confirmation d'une conjoncture économique plus positive dans les pays développés, au premier rang desquels les Etats-Unis, conjointement à l'anticipation d'un rebond modéré mais synchrone de l'économie globale, nous a amenés à constituer une position visant à participer plus directement à la reprise américaine. Celle-ci a été principalement financée par une réduction sensible de nos encours aurifères, qui passent de 13,2% à 4,3% des actifs de Carmignac Investissement. Nous entendons tirer parti d'un dynamisme américain plus affirmé au travers des sociétés d'équipement électrique Emerson Electric et Alstom, le constructeur automobile Ford, le transporteur aérien Delta Airlines et la société de cartes de crédit Mastercard. Nous abordons également ce thème par le biais des exportateurs émergents de biens ou de services bien positionnés sur le marché américain : Infosys (Inde) dans les services informatiques et Hon Hai (Taïwan), assembleur d'ordinateurs et de produits électroniques grand public comme l'iphone d'Apple.

- ▶ Le thème de l'amélioration du niveau de vie dans les pays émergents reste prépondérant

La vigueur de la croissance domestique des principaux pays émergents, conjuguée à une demande extérieure globalement faible, plaide en faveur des entreprises s'adressant à la demande domestique. Ce thème reste prépondérant dans notre gestion globale. Il représente 24,3% des actifs de Carmignac Investissement, et continue de se concentrer principalement sur les pays les mieux placés que sont la Chine, l'Inde et le Brésil.

- ▶ Dans un contexte de croissance mondiale synchrone, le poste ressources naturelles a été renforcé

Le poste ressources naturelles a vu sa pondération majorée de 23,7% à 27% des actifs de Carmignac Investissement au cours du trimestre écoulé. A la robustesse de la demande de matières premières dans les pays émergents, s'ajoutent les perspectives du rebond américain, qui devrait notamment avoir un impact positif pour le secteur pétrolier.

- ▶ Nous maintenons une composante défensive à hauteur de 20% des actifs de Carmignac Investissement

Aux côtés des 80% investis sur les thématiques de croissance, le Fonds Carmignac Investissement maintient un compartiment défensif représentant 20% des encours, constitués de 9,6% de valeurs défensives (santé, consommation non cyclique, etc ;), de 6,5% de liquidités et de 4,3% de mines aurifères.

II – Moteurs de performance obligataires

- ▶ L'analyse des risques souverains sera critique en 2010

Dans un contexte où le lent processus de réduction de l'effet de levier s'est traduit par des phénomènes de transferts de la dette privée vers la dette publique, les emprunts d'Etat devraient souffrir tendanciellement de la situation durablement tendue des comptes publics. D'autant que la contribution des banques centrales en tant qu'acheteurs marginaux s'estompera. Les dérapages budgétaires ont d'ailleurs déjà révélé quelques îlots de fragilité parmi les émetteurs souverains. Le crédit de chaque pays évoluera donc en fonction de ses mérites propres. Pour autant, nous ne pensons pas qu'il y ait lieu de redouter un fort dérapage des taux longs. Les banques centrales ne laisseront pas filer les taux longs au risque de compromettre la reprise en cours. Nous serions ainsi très surpris si les taux d'emprunts d'Etat à 10 ans dépassaient dans les prochains mois 4,5% et 4%, respectivement aux Etats-Unis et en Europe. En toute hypothèse, le processus flexible de Carmignac Patrimoine lui permettra de se positionner au mieux au gré des opportunités. Le Fonds dispose en particulier d'une large plage de sensibilité pouvant varier de -4 à +10. Le poste emprunts d'Etat a été réduit à 9% des actifs de Carmignac Patrimoine.

- ▶ Les emprunts privés bénéficient de la restauration des bilans des entreprises

Nous maintenons notre allocation en emprunts privés à hauteur de 30% des actifs de Carmignac Patrimoine (dont 25,2% en « catégorie investissement » et 4,7% en emprunts « haut rendement »). Au cours de l'année écoulée, la classe d'actifs a pleinement contribué à la performance de notre portefeuille grâce à la diminution conjointe des primes de risque crédit et de liquidité. Si les niveaux actuels de primes de crédit (entre 50 et 250 points de base) militent pour des performances 2010 plus modestes, les emprunts privés bénéficient d'un environnement moins risqué. Ainsi, les entreprises européennes parviendront en 2010 à retrouver le niveau de cash flow libre de 2008, grâce à la diminution des dépenses d'investissement et du taux de dividende.

L'environnement de croissance molle s'avère être favorable à la classe d'actif car il conjugue un faible taux de défaut et un comportement prudent des entreprises. A ces aspects fondamentaux, s'ajoute un élément technique majeur, la réduction de l'offre. Les émissions d'emprunts privés en euros sont attendues en recul de 25 à 40%. Nous continuons de préférer cette classe d'actif aux emprunts d'Etat, afin de profiter de l'effet de portage.

► **Des opportunités sur les emprunts privés « haut rendement »**

Nous décelons par ailleurs des opportunités du côté des marchés des obligations à haut rendement, tant aux Etats-Unis qu'en Europe, sur lesquels nous entendons nous renforcer à hauteur de 10% des actifs de Carmignac Patrimoine. Les primes de risque offertes sur ces émetteurs s'échelonnent entre 250 et 600 points de base au-dessus des emprunts d'Etat, alors même que les taux de défaut sont attendus en forte baisse. Les prévisions de marché tablent ainsi sur un retour du taux de défaut à 4% pour 2010, après le pic de 10,2% atteint en 2009.

► **Les Etats émergents continueront de surperformer les pays développés**

En 2010, les Etats émergents devraient poursuivre leur surperformance par rapport aux pays développés, grâce à un niveau d'endettement moyen et de déficits moindres. Nous entendons renforcer nos stratégies émergentes (dettes locales, dettes extérieures et devises) à hauteur de 10% des actifs de Carmignac Patrimoine.

Contacts pour la presse:

CARMIGNAC GESTION

Josipa FINK

Tél : +33 1 70 92 33 74

jfink@carmignac.com

ROCHAT&PARTNERS

Claude Olivier ROCHAT

Tél : +41 22 786 54 55

crochat@rochat-pr.ch

À propos de Carmignac Gestion

Fondée en 1989 par Edouard Carmignac, Carmignac Gestion est aujourd'hui en Europe l'une des principales sociétés de gestion indépendantes. Le capital est entièrement détenu par les dirigeants et le personnel. De cette façon, l'entreprise est assurée de sa viabilité sur le long terme grâce à un actionariat stable qui reflète son esprit d'indépendance. C'est là une valeur essentielle à laquelle est attachée l'entreprise car elle lui assure la liberté dont elle a besoin pour conduire une gestion de portefeuille à la fois performante et reconnue.

Avec plus de 33 milliards d'euros d'encours sous gestion, Carmignac Gestion propose 19 fonds dans toutes les catégories d'actif, que ce soient des fonds actions ou des fonds équilibrés auxquels il faut ajouter des offres de gestion sous mandat.

Nos fonds sont activement distribués dans 9 pays européens : la France, le Luxembourg, la Suisse, la Belgique, l'Italie, l'Allemagne, l'Espagne, l'Autriche et les Pays-Bas. Dans le cadre de son développement à l'international, l'entreprise a ouvert une filiale au Luxembourg en 1999 et deux bureaux de représentation à Madrid et à Milan en 2008.