

Perspectives économiques et stratégie d'investissement 2009

Perspectives économiques 2009

► La réduction de l'effet de levier est aussi inévitable que nécessaire

En adoptant une lecture à long terme, la crise que nous connaissons s'analyse comme la fin d'un cycle Kondratieff dont la durée habituelle – une cinquantaine d'années - aura été prolongée par une forte injection de crédit à partir de l'an 2000. Dans ce cadre, le processus de réduction de l'effet de levier dans l'économie, aussi inévitable que nécessaire, prendra du temps, même si la dépression façon 1929 sera évitée. La prise en compte rapide de la gravité de la situation et la conscience des dangers du protectionnisme nous éviteront le renouvellement de cette expérience mais ne nous épargneront pas les effets déflationnistes profonds et durables de l'assainissement du système économique mondial.

► Les banques centrales et les gouvernements sont mobilisés

Force est de constater que les effets de la panne de crédit ont dépassé toutes nos craintes : jamais les statistiques économiques n'avaient connu en temps de paix une dégradation aussi violente que celle endurée au cours du quatrième trimestre 2008. Afin de relancer le crédit, les autorités sont engagées dans une course poursuite effrénée pour renflouer les bilans bancaires à un rythme au moins équivalent à leur dégradation. Cet impératif étant catégorique, le nécessaire sera fait. Ne nous leurrions pas néanmoins sur leur impact. Dans une conjoncture déflationniste, les injections de pouvoir d'achat sont en partie neutralisées par la reconstitution d'épargne, et les dépenses d'infrastructure ont un effet différé sur l'activité.

► La faiblesse de la demande réelle a été exagérée

La brutalité sans précédent de l'arrêt de l'activité économique globale visible à partir des statistiques d'octobre a un ressort artificiel. Elle a été amplifiée au-delà du repli « naturel » de la demande. La panne du crédit a exagéré la chute de l'activité économique. Le commerce international s'est ainsi considérablement ralenti. Du fait de la chute des crédits à l'export, les stocks de produits finis ont été réduits face à la difficulté accrue de leur financement, les commandes et les projets d'investissement, même en cas d'autofinancement possible, ont été reportés ou annulés.

► La normalisation du crédit peut donner lieu à un rebond de marché

Une normalisation relative du crédit, même modeste, est susceptible de susciter une relance de l'activité, ne serait-ce que par la reconstitution des stocks. A cet égard, la détente significative des marges sur les taux interbancaires en Europe est encourageante. Une telle reprise, même fragile, est susceptible de donner lieu à un vif rebond des marchés à partir de leurs niveaux dépréciés actuels. Les entreprises européennes et américaines se négocient à leurs plus bas niveaux de valorisation par rapport à leur situation nette ou leurs ventes depuis 1990.

► Les grands pays émergents bénéficient de moteurs de croissance internes

Les pays développés ne sont plus seuls face à la crise. Certes les pays émergents ont été dans leur ensemble victimes d'une aversion au risque peu discriminante. Certes, la mise en berne du consommateur américain touche de plein fouet les économies notoirement exportatrices (Taiwan, Corée). La baisse des matières premières nuit aux pays trop dépendants tels que la Russie et l'Afrique du Sud, alors que la crise du crédit assombrit les perspectives des économies fragilisées par un lourd taux d'endettement (Turquie, Ukraine). Mais ces facteurs ne remettent pas en cause le rééquilibrage économique mondial au profit des principales économies émergentes, au premier rang desquelles figurent la Chine, l'Inde et le Brésil. Ces nouvelles locomotives de la croissance mondiale disposent de véritables moteurs de croissance internes que le catastrophisme ambiant a trop tendance à ignorer.

Stratégie d'investissement 2009

I - Actions internationales

► Renforcement sur les valeurs défensives

Si les facteurs de retournement de marché ne doivent pas être excessivement minimisés, la prudence reste de mise. Dans ce contexte, nos fonds actions globaux restent exposés à leur minimum légal avec un maintien des liquidités à un niveau élevé. Le contexte déflationniste nous a ainsi conduits à renforcer, au sein de Carmignac Investissement, notre poste « valeurs défensives », au travers de sociétés européennes bien gérées dont les ventes sont peu sensibles à l'activité économique. On y trouve essentiellement des valeurs pharmaceutiques bien positionnées (Novonordisk, Sanofi Aventis, Actelion, Roche) ou des sociétés alimentaires ou productrices de biens de première nécessité (Beiersdorf, Nestlé, Unilever, Reckitt Benckiser).

► Surpondération des valeurs aurifères

Les positions aurifères représentent un poids significatifs, tant dans notre gestion globale, (17,7% de Carmignac Investissement) que dans notre gestion spécialisée (30% de Carmignac Commodities). L'or demeure l'un des secteurs offrant les meilleurs fondamentaux à court terme. La reflation puissante opérée par les Etats dans le contexte de crise financière et la détérioration des finances publiques qui en découlent, créent à terme un risque croissant d'affaiblissement de l'ensemble des monnaies dont l'or bénéficie. Et ce d'autant plus que les politiques de taux zéro des Banques centrales réduisent à néant le coût de portage de l'or physique. Ce poste devrait donc rester prépondérant au sein du portefeuille de Carmignac Commodities au premier semestre 2009. A moyen terme, l'éventuelle reprise de l'économie mondiale passera probablement par des politiques monétaires accommodantes, et de ce fait par des mesures d'assouplissement quantitatif favorables au métal jaune. Il devrait ainsi fonctionner comme un indicateur avancé de la reprise, tout en offrant une protection efficace contre le risque financier et politique.

► Pays émergents : le thème de l'amélioration du niveau de vie conserve son potentiel

Si notre gestion a adopté dans l'ensemble une posture prudente, nos portefeuilles sont structurés de manière à tirer parti des sources de performance propres à la phase de marché actuelle. Dans cette perspective, nous souhaitons conserver une exposition à des secteurs plus cycliques capables de tirer parti de la reprise lorsqu'elle se présentera. Dans ce cadre, nous estimons que le thème de l'amélioration du niveau de vie dans les pays émergents conserve toute sa pertinence. Confrontés à un environnement récessif, les pays développés ne seront probablement pas à l'origine de la croissance mondiale au cours de la période à venir. De plus, nous estimons que la fragilité de l'univers émergent tient plus aux effets directs de la réduction globale de l'effet de levier qu'à ses fondamentaux propres. La crise agit comme un révélateur particulièrement efficace de la solidité (ou de la fragilité) de chacun des pays neufs. Ainsi, nos investissements dans cet univers sont-ils principalement concentrés sur la Chine, l'Inde et le Brésil. La Chine jouit de marges de manœuvre considérables pour faire face au ralentissement mondial et il faut reconnaître que dans le contexte actuel, l'autoritarisme de sa politique économique n'est pas nécessairement un désavantage. La forte hausse des octrois de prêts en décembre (+18%) en est une éclatante illustration. Le Brésil, avec son taux directeur à 13,75%, malgré une inflation de 5,9% seulement, constitue le pays où la marge de manœuvre monétaire est de loin la plus importante. De plus, avec un endettement global principalement domestique et qui ne dépasse pas 40% du PIB, il est peu exposé directement aux effets déflationnistes de la réduction de l'effet de levier.

► Nos Fonds sont positionnés pour capter les rebonds en 2009

La restructuration de nos portefeuilles depuis le déclenchement de la crise en septembre dernier nous a conduits à maintenir les couvertures de nos Fonds à des niveaux élevés. Notre capacité à lever très rapidement ces couvertures, permettra à nos Fonds d'être bien positionnés pour capter les rebonds des marchés actions lorsqu'ils se présenteront. A ce titre, nous serons particulièrement attentifs aux signes de normalisation des marchés du crédit, gage de réorientation de l'épargne disponible vers les placements à risques.

II - Moteurs de performances obligataires

► Emprunts d'Etat : la baisse des taux soutiendra les emprunts courts, mais le potentiel s'épuise

En 2009, les stratégies obligataires devront changer leur fusil d'épaule. Les politiques de taux zéro menées par les banques centrales ont eu un effet fulgurant sur les taux des emprunts d'Etat. Au cours du dernier trimestre 2008, les taux à 10 ans américains et européens sont passés respectivement de 3,43% à 2,21% et de 4,06% à 2,96%, tandis que les emprunts à 2 ans passaient de 1,74% à 0,77% et de 3,70% à 1,75%. Même s'ils continuent aujourd'hui de bénéficier de la persistance du climat d'aversion au risque, ces titres pourraient toutefois connaître une évolution moins favorable en raison de l'ampleur des plans de relance annoncés par les gouvernements (6% du PNB en 2 ans aux Etats-Unis, autant en Allemagne et 14% en Chine).

Sur la partie courte de la courbe, après les belles performances réalisées fin 2008, il est encore possible de tirer parti du retard pris par la BCE dans la baisse de ses taux directeurs, mais le potentiel s'épuise. A contrario, cette baisse des rendements sur les emprunts d'Etat met en valeur l'attractivité de ceux servis sur les emprunts privés. Leur potentiel est d'autant plus important que les taux de défaut sur la catégorie investment grade restent relativement réduits. Nous exploiterons les possibilités d'arbitrer entre l'action et l'obligation privée d'un même émetteur. En effet, dans le cas d'un titre très cyclique, le rendement de l'obligation est actuellement supérieur à celui de l'action, tandis que pour les valeurs moins sujettes à la conjoncture, la balance penche en faveur du capital propre. Sur une valeur comme Schneider, par exemple, il est préférable de prendre une position obligataire (le rendement de la dette à 5 ans étant de 6,75%, contre un rendement de l'action de seulement 5%). Inversement, l'action France Télécom (dont le rendement est de 7,75%) est plus intéressante que son obligation, dont le rendement à 5 ans n'est que de 5,1%.

► L'exposition devises nous permet de nous prémunir dans les périodes d'aversion pour le risque

Les stratégies sur devises constituent un vecteur de couverture supplémentaire à notre gestion du risque actions. Le contexte de réduction de l'effet de levier nous a ainsi conduits à nous exposer aux devises de financement – le dollar et le yen – afin de profiter du retour des investisseurs sur leur marché domestique. Compte tenu de la fragilisation de la zone euro, nous comptons demeurer pleinement exposés au dollar et au yen.