

## Carmignac Patrimoine : en route vers 2019

**Analyse de l'environnement actuel : les effets de la collision entre le nouveau régime de liquidité et le ralentissement de la croissance devraient se prolonger.**

La polarisation extrême des marchés boursiers a constitué le fait le plus marquant du troisième trimestre 2018, avec de nouveaux records à la hausse pour les valeurs américaines, tirées en particulier par le segment des nouvelles technologies, tandis que le reste du monde, et notamment les marchés émergents, rencontraient de sérieuses difficultés. En octobre, cette divergence a atteint ses limites, avant que la Bourse américaine n'enregistre finalement une correction massive, qui a encore accentué la chute des marchés d'actions des autres pays du monde. Depuis, les investisseurs en actions ne savent plus où se réfugier. La vitesse de la correction, alimentée par les craintes pour la croissance future, suggèrent des positions techniquement survendues, ce qui permet d'envisager un rebond technique.

La problématique que nous avons identifiée pour 2019 reste toutefois inchangée : la collision entre le nouveau régime de liquidité et le ralentissement de la croissance mondiale exerce une pression considérable sur les marchés d'actions, qui devrait peser avant tout sur les valeurs cycliques et sur les entreprises lourdement endettées. Les secteurs de croissance dotés d'une bonne visibilité devraient reprendre leur surperformance relative, même si les rendements absolus risquent de rencontrer plus d'obstacles que ces dernières années en raison du caractère de plus en plus différencié des valorisations lié à l'érosion du soutien des liquidités. De telles circonstances laissent également à penser que la reconfiguration de l'offre et de la demande d'emprunts d'État mettra à l'épreuve un marché obligataire au sein duquel les émetteurs les plus solides serviront également de refuge en période de hausse de l'aversion au risque.

**Notre stratégie d'investissement mondiale : surpondération des valeurs à forte visibilité, gestion active de la sensibilité aux taux d'intérêt**

Cet ajustement terminé, la polarisation des performances continuera de jouer un rôle crucial. En effet, les sociétés et les pays les plus fragiles le deviendront plus encore, tandis que les plus forts capteront tous les flux de manière générale. Il s'ensuit que les valorisations dépendront avant tout de critères de qualité. En prévision de cette situation, nous avons augmenté notre exposition aux valeurs de qualité, principalement aux États-Unis, en raison de leur capacité bénéficiaire à long terme globalement dissociée du cycle économique, et préférons rester à l'écart des secteurs les plus vulnérables (c'est-à-dire les plus endettés). Nous avons également sensiblement réduit notre exposition aux marchés

émergents, victimes de l'hémorragie de liquidités vers l'USD et des tensions commerciales, pour ne conserver qu'une présence limitée sur les marchés d'actions européens. Si cette structure de portefeuille semblait appropriée à un tel environnement, la divergence a atteint au mois d'octobre des proportions extrêmes auxquelles nous ne nous attendions pas, avant la rupture finale, qui a temporairement invalidé notre stratégie d'investissement. Nous restons fermement concentrés sur les valeurs dotées de fondamentaux suffisamment solides qui devraient les protéger à la fois de la hausse des taux d'intérêt et du resserrement monétaire.

Concernant les stratégies obligataires, nous maintenons notre scénario tablant sur une hausse des taux cœurs et un écartement des marges de crédit dans les pays de l'Union européenne dans un contexte de valorisations élevées. Notre hypothèse s'appuie sur le fait que le marché prévoit une trajectoire relativement modérée des hausses de taux dans la zone euro, tandis que les taux américains intègrent une croissance supérieure et une pression haussière croissante sur les salaires, et que la Banque du Japon ajuste sa politique en vue d'accentuer la pentification de la courbe. La modification possible de la corrélation entre les marchés d'actions et d'obligations plaide toutefois pour une gestion active de nos positions vendeuses sur les obligations des pays cœurs.

## De la stratégie à l'action

***Gestion du risque : une concentration sur les convictions clés, équilibrée par une augmentation de la position en liquidités et une gestion active des expositions***

- Concernant le **portefeuille physique**, cela fait quelques mois que nous réduisons le nombre de positions, afin de nous concentrer uniquement sur nos convictions les plus fortes. De 63 titres fin juillet 2018, nous étions ainsi descendus à 53 mi-novembre. Entre-temps, nous avons diminué progressivement le risque de nos positions de crédit, ce qui nous a permis d'obtenir un portefeuille bien équilibré entre des liquidités et quasi-liquidités revues à la hausse et nos convictions fortes.
- Concernant notre **exposition aux marchés d'actions**, la brutalité des mouvements peut rapidement se traduire par une position technique de « survente », déclenchant des rachats soudains de positions précédemment vendeuses. Nous n'avons pas réussi à profiter de ces mouvements intermédiaires pour le moment. Cependant, compte tenu de l'environnement actuel et de nos anticipations pour les mois à venir, nous conservons une exposition réduite aux actions, autour de 16 %, via des positions vendeuses ciblées sur le NASDAQ ainsi que sur des valeurs cycliques et/ou fortement endettées, en vue d'amortir les excès de baisse des marchés.
- Concernant la **gestion de la sensibilité aux taux d'intérêt**, l'évolution de la corrélation entre actions et obligations ainsi que la disparition progressive de cette période prolongée

d'injections de liquidité par les banques centrales et de volatilité inexistante nécessitent une gestion active de nos positions sur les obligations des pays cœurs de la zone euro.

- Enfin, concernant les **devises**, nous avons renforcé notre exposition à l'euro dans le cadre de la réduction généralisée du risque de notre portefeuille.

***Exposition aux valeurs technologiques : prises de bénéfices sur les valeurs de croissance aux multiples élevés pour accroître l'exposition aux valeurs de croissance moins richement valorisées***

Le segment des valeurs technologiques est très encombré et ses performances ne sont pas linéaires. Bien que les marchés n'aient pas connu d'effondrement généralisé, des corrections marquées ont eu lieu çà et là. Les valeurs les plus recherchées ces derniers temps sont celles qui ont le plus perdu. Dans un environnement caractérisé par la remontée des taux d'intérêt et le ralentissement de la croissance économique, les primes que les investisseurs sont prêts à payer pour certaines valeurs témoignent de distorsions importantes.

Les fondamentaux restent intacts : le secteur technologique, mondialisé, s'étend à de nombreuses branches d'activité et offre les perspectives d'une croissance à long terme toujours plus solide en termes relatifs. En outre, les valeurs technologiques d'aujourd'hui sont plutôt liées à des entreprises qui détiennent peu d'actifs physiques (au profit d'internet) et dont le modèle économique, qui repose souvent sur des flux de revenus récurrents, comme les licences de logiciels, génère de gros volumes de trésorerie lorsqu'il fonctionne bien.

Malgré la qualité de ses fondamentaux, ce secteur exige un suivi très rigoureux du profil de rendement/risque et de la taille de nos positions. C'est d'autant plus important que la tendance à la hausse des taux d'intérêt depuis début 2018 a attiré l'attention sur les entreprises technologiques qui surperforment le marché depuis quelques années. Citons ainsi l'exemple de Netflix, que nous détenons en portefeuille depuis des années en raison des qualités remarquables de l'entreprise. Elle affiche toutefois aujourd'hui une trésorerie disponible négative et doit emprunter des milliards chaque année pour se financer. Le titre est valorisé environ 70 fois le bénéfice estimé pour 2019. Nous considérons qu'il s'agit d'une société associant multiple élevé et croissance négative de la trésorerie dans le contexte actuel.

C'est pourquoi nous nous sommes détournés des valeurs « d'hyper-croissance » au profit de valeurs de croissance attrayantes à la fois sous l'angle financier et de la valorisation. Tel est le cas de sociétés comme Alphabet, Booking.com ou Electronic Arts. Elles affichent une croissance de leur chiffre d'affaires de l'ordre de 10-20 %, assortie d'un ratio cours/bénéfices raisonnable de 18 à 20 fois. La désaffection récente des investisseurs pour les valeurs technologiques dans leur ensemble a toutefois

fait naître des opportunités d'achat pour certaines valeurs de notre univers, que nous suivons donc d'autant plus près.

***Exposition aux secteurs de la consommation et de la santé : investir de manière sélective dans des valeurs de grande qualité***

Un vaste mouvement de rotation des valeurs de croissance vers les valeurs décotées a eu lieu sur les marchés. Les grands noms des biens de consommation ont enregistré une progression soutenue mais plus durable que nous ne le pensions. Dans un contexte de hausse des taux d'intérêt, il est devenu plus intéressant d'investir dans certains emprunts d'État susceptibles de dégager plus de 3 % de rendement que d'acheter une valeur défensive pour remplacer une position obligataire. Ajoutons que le modèle économique de nombre de ces entreprises est menacé par le commerce en ligne et par les nouvelles habitudes des consommateurs. C'est pourquoi nous faisons preuve d'un grand discernement dans notre quête des valeurs de qualité en dehors du secteur technologique.

Nous tendons à éviter les sociétés qui n'ont pas une grande visibilité sur leur croissance future, qui subissent une pression sur leurs marges ou qui pourraient pâtir de la concurrence d'internet. Nous privilégions donc des positionnements haut de gamme ou de niche comme Hermès ou Ferrari, des sociétés qui savent entretenir la rareté de leurs produits. Ajoutons que Ferrari ne dépend pas excessivement de la demande chinoise. Nous recherchons également des groupes diversifiés comme Constellation Brands, qui s'est fait un nom avec des marques de vin ou de bière comme Corona.

Nous avons en outre renforcé nos positions dans le secteur de la santé, principalement aux États-Unis. Nous apprécions des valeurs telles que l'assureur santé américain Anthem, qui affiche une croissance à long terme et dépend moins de la conjoncture, ainsi que des laboratoires pharmaceutiques comme Sanofi en France.

***Exposition aux marchés émergents : la prudence s'impose mais nous restons à l'affût d'opportunités spécifiques***

Les actifs des marchés émergents ont été triplement pénalisés par l'appréciation du dollar, la remontée des rendements américains et la hausse des prix du pétrole (ce dernier point touchant surtout les importateurs d'or noir). Ils pourraient également souffrir à l'avenir des retombées potentielles de la politique monétaire des États-Unis et de l'escalade possible des tensions politiques sino-américaines. Ajoutons que les fondamentaux des marchés émergents sont en train de se dégrader face au

durcissement des conditions financières. La conjonction de ces facteurs nous a incités à réduire de manière générale notre allocation d'actifs dans cette catégorie.

Après avoir été durement éprouvées par l'effondrement généralisé des indices d'actions, les valeurs technologiques des marchés émergents pourraient rebondir grâce à leur importante exposition aux marchés locaux et à de solides fondamentaux. Dans le même temps, la montée en puissance du numérique, à travers le commerce en ligne et les réseaux sociaux, se traduit par de nouvelles formes de consommation dans les pays émergents, qui supposent un très vaste potentiel de croissance à long terme.

### **Principaux risques pour le Fonds**

**Actions :** les variations du prix des actions dont l'amplitude dépend de facteurs économiques externes, du volume de titres échangés ou du niveau de capitalisation de la société peuvent impacter la performance du Fonds.

**Taux d'intérêt :** le risque de taux d'intérêt se traduit par une baisse de la valeur liquidative du Fonds en cas de variation des taux d'intérêt. **Crédit :** le risque de crédit correspond au risque que l'émetteur ne puisse pas faire face à ses engagements.

**Devises :** le risque de change est lié à l'exposition, via les investissements directs ou l'utilisation d'instruments financiers à terme, à une devise autre que celle de valorisation du Fonds. Le Fonds présente un risque de perte du capital.

Source : Carmignac, 22/11/2019

*L'analyse actuelle du ou des instruments financiers n'a pas été préparée dans le respect des dispositions réglementaires applicables en matière d'indépendance des analystes financiers. La Société de Gestion n'est pas soumise à l'interdiction d'effectuer des transactions sur ces instruments avant la diffusion de la communication. Ce document est présenté à titre indicatif uniquement pour mettre l'accent sur certains instruments qui sont (ou étaient) détenus dans les portefeuilles de certains fonds Carmignac et il n'a pas vocation à encourager quelque investissement direct que ce soit dans les instruments mentionnés aux présentes. Les portefeuilles des fonds Carmignac sont susceptibles d'être modifiés à tout moment sans préavis.*

*Ce document est à l'attention des clients professionnels. Il n'est pas conçu à destination d'un pays en particulier et il est donc possible que certaines informations relatives à votre pays soient manquantes. C'est pourquoi il ne peut pas être distribué aux investisseurs particuliers. Le présent document ne peut être reproduit, en tout ou partie, sans l'autorisation préalable de la société de gestion. Il ne constitue ni une offre de souscription ni un conseil en investissement. Les informations contenues dans le présent document peuvent être partielles et faire l'objet de modifications sans avis préalable.*

*Les performances passées ne présagent pas nécessairement des performances futures. À compter du 01/01/2013, les indicateurs de référence pour les actions sont calculés dividendes nets réinvestis. Les performances s'entendent nettes des commissions (à l'exclusion des droits d'entrée applicables dus au distributeur). L'accès aux Fonds peut être interdit à certaines*

personnes ou dans certains pays. Il est interdit de promouvoir ou de vendre les Fonds, de manière directe ou indirecte, au profit d'un « ressortissant des États-Unis » ou pour le compte d'un « ressortissant des États-Unis » (« U.S. person » en anglais), au sens qui est donné à ce terme dans le Règlement S et/ou dans le FATCA. Tout investissement dans le fonds induit un risque de perte en capital. Les risques et commissions sont décrits dans le DICI (Document d'informations clés pour l'investisseur). Le prospectus, le DICI et les rapports annuels du Fonds sont disponibles sur [www.carmignac.com](http://www.carmignac.com), ou sur demande auprès de la société de gestion. Le DICI et/ou le prospectus doivent être tenus à disposition du souscripteur préalablement à la souscription.

Carmignac Gestion, 24, place Vendôme - 75001 Paris.

Tél. : (+33) 01 42 86 53 35 - Fax : (+33) 01 42 60 19 44.

Société de gestion d'actifs (Visa de l'AMF n° GP 97-08 du 13/03/1997).

Société anonyme au capital de 15 000 000 EUR – N° d'immatriculation : RCS Paris B 349 501 676.

Carmignac Gestion Luxembourg, City Link - 7, rue de la Chapelle - L-1325 Luxembourg.

Tél. : (+352) 46 70 60 1 - Fax : (+352) 46 70 60 30.

Filiale de Carmignac Gestion. Société de gestion d'OPCVM (visa de la CSSF du 10/06/2013).

Société anonyme au capital de 23 000 000 EUR - N° d'immatriculation : RC Luxembourg B67549.