



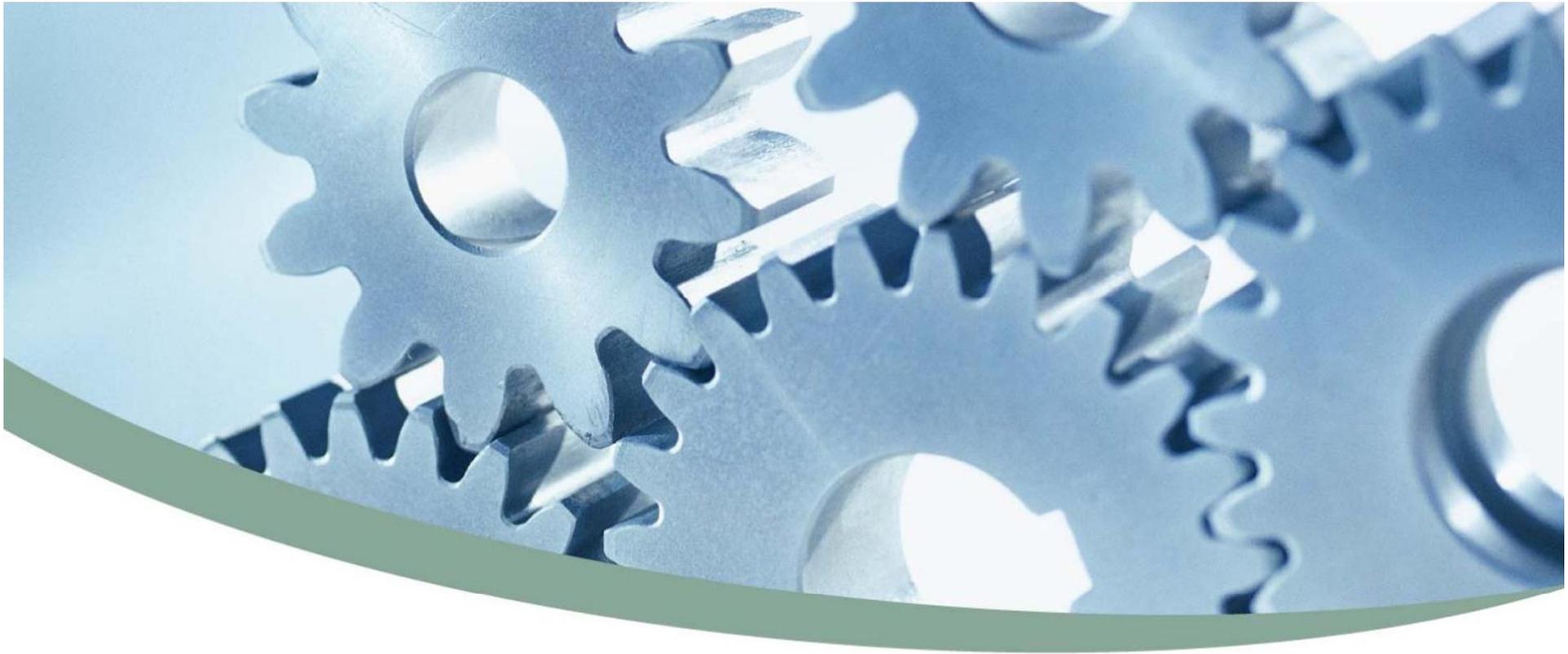
Coninco Master Class

Vevey – 5 & 6 novembre 2014



JEAN MÉDECIN, CFA

Membre du Comité d'Investissement



Anatomie d'une crise financière

Comprendre le concept de « Balance Sheet Recession »

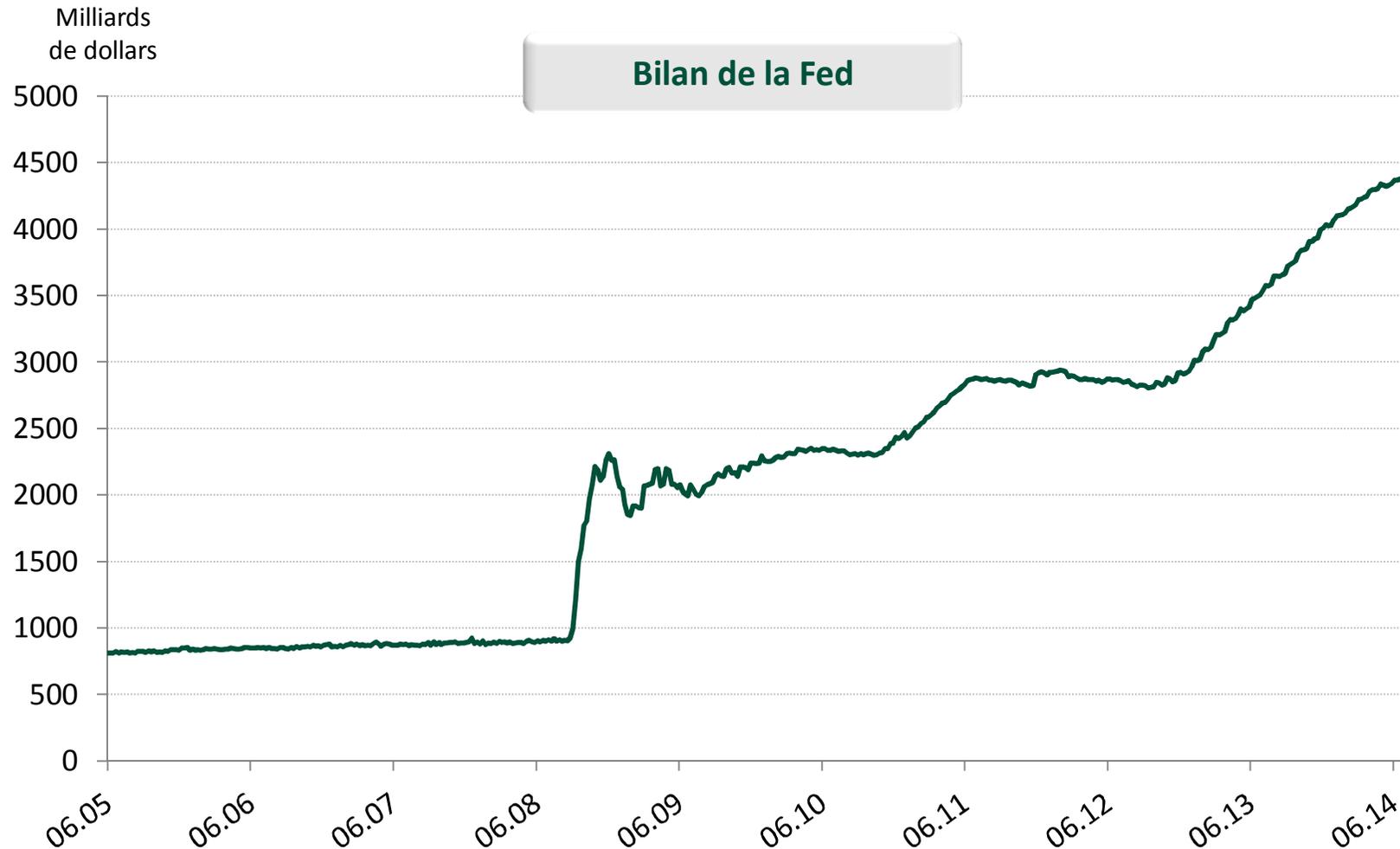
© Etats-Unis : la croissance réelle de ce cycle est la plus faible des 11 cycles expansifs depuis 1949

CROISSANCE RÉELLE ANNUALISÉE DU PIB			
Cycles d'expansion	1ère moitié du cycle	2ème moitié du cycle	Total
Oct 49 - Juin 53	9,0	5,0	7,0
Mai 54 - Juil 57	5,6	2,0	3,8
Avr 58 - Mar 60	7,4	5,0	6,2
Fév 61 - Nov 69	5,5	4,3	4,9
Nov 70 - Oct 73	3,9	5,5	4,7
Mar 75 - Dec 79	4,1	3,9	4,0
Juil 80 - Juin 81	3,5	2,9	3,2
Nov 82 - Juin 90	5,1	3,5	4,3
Mar 91 - Fév 2001	2,9	4,1	3,5
Nov 2001 - Nov 2007	3,0	2,4	2,7
Juin 2009 - Aujourd'hui	-	-	2,2
Moyenne hors cycle actuel	5,0	3,9	4,4

Source : Cahiers Verts, juin 2014

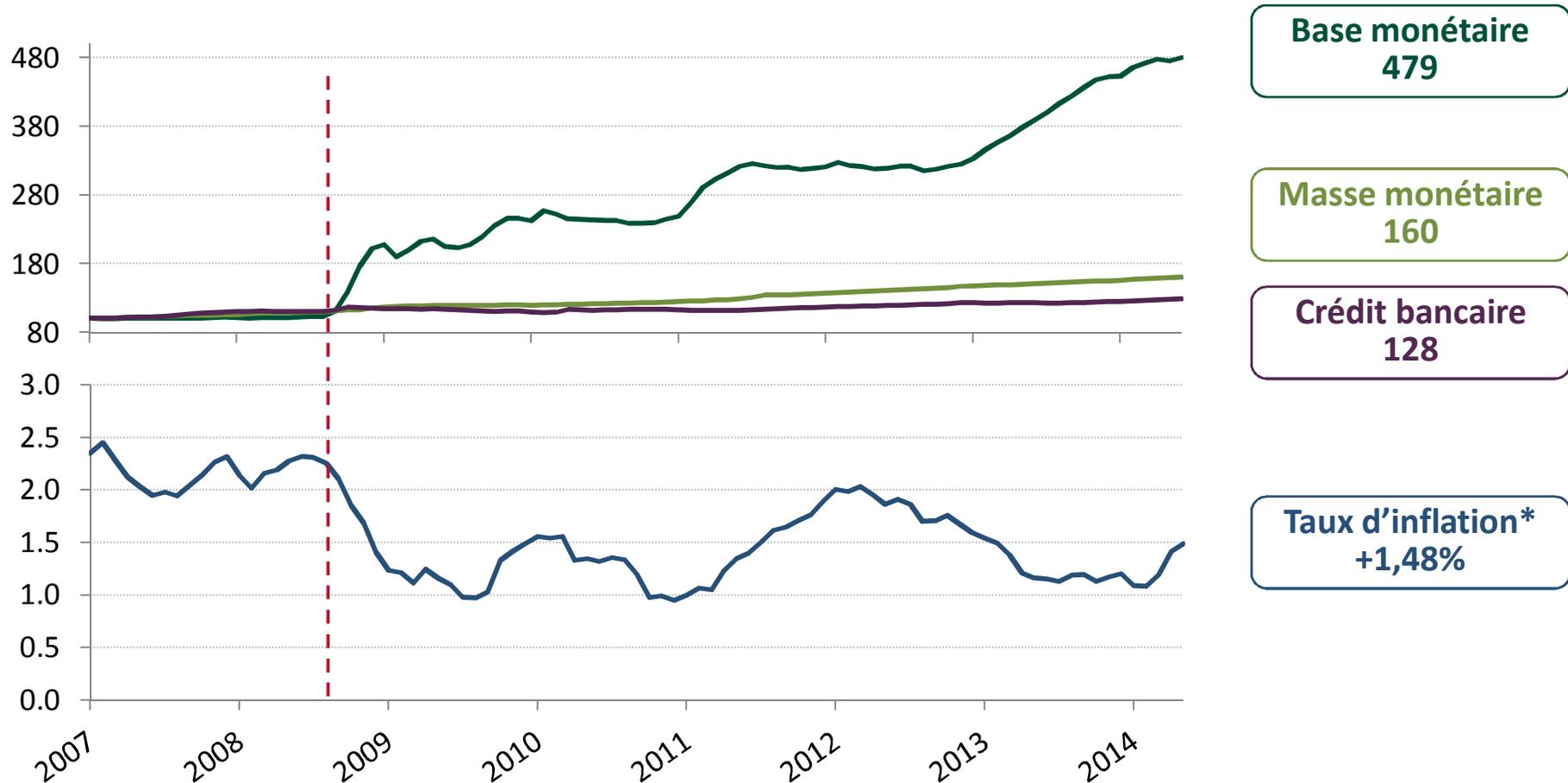
© Etats-Unis : le choix d'une politique monétaire agressive

Le bilan de la Fed a considérablement augmenté depuis 2008



Source : Bloomberg, 25/07/2014

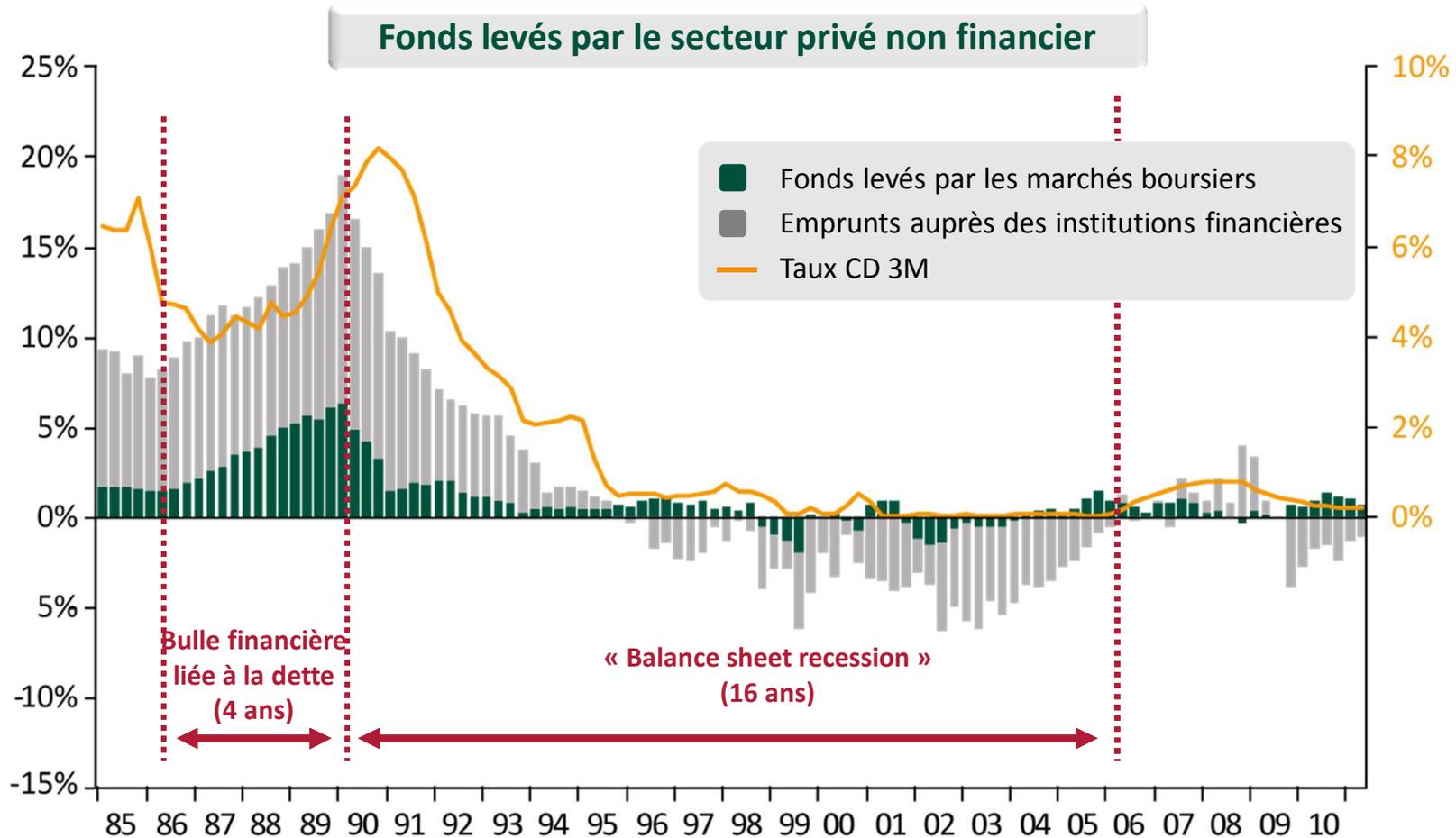
© Pour autant l'injection massive de liquidités par la Fed n'a pas conduit à une forte augmentation de la masse monétaire et du crédit bancaire



*Déflateur du compartiment consommation du PIB
Source: CEIC, Bloomberg, 25/07/2014, base 100 au 01/01/2007,

© Introduction du concept de « balance-sheet recession »

Les leçons de l'expérience japonaise des années 1990-2000

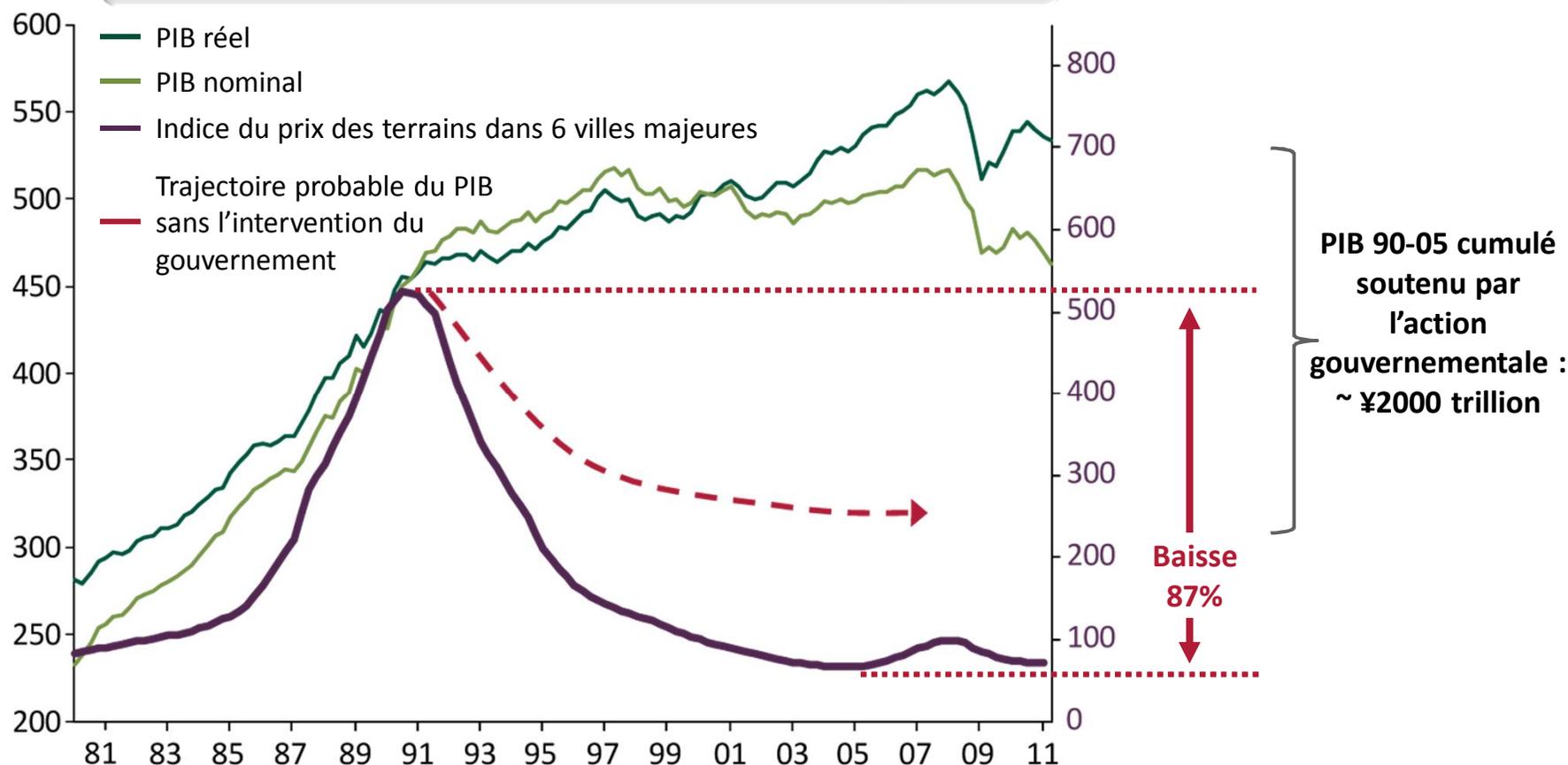


Source : Bank of Japan, Cabinet Office

© Un support décisif des dépenses publiques

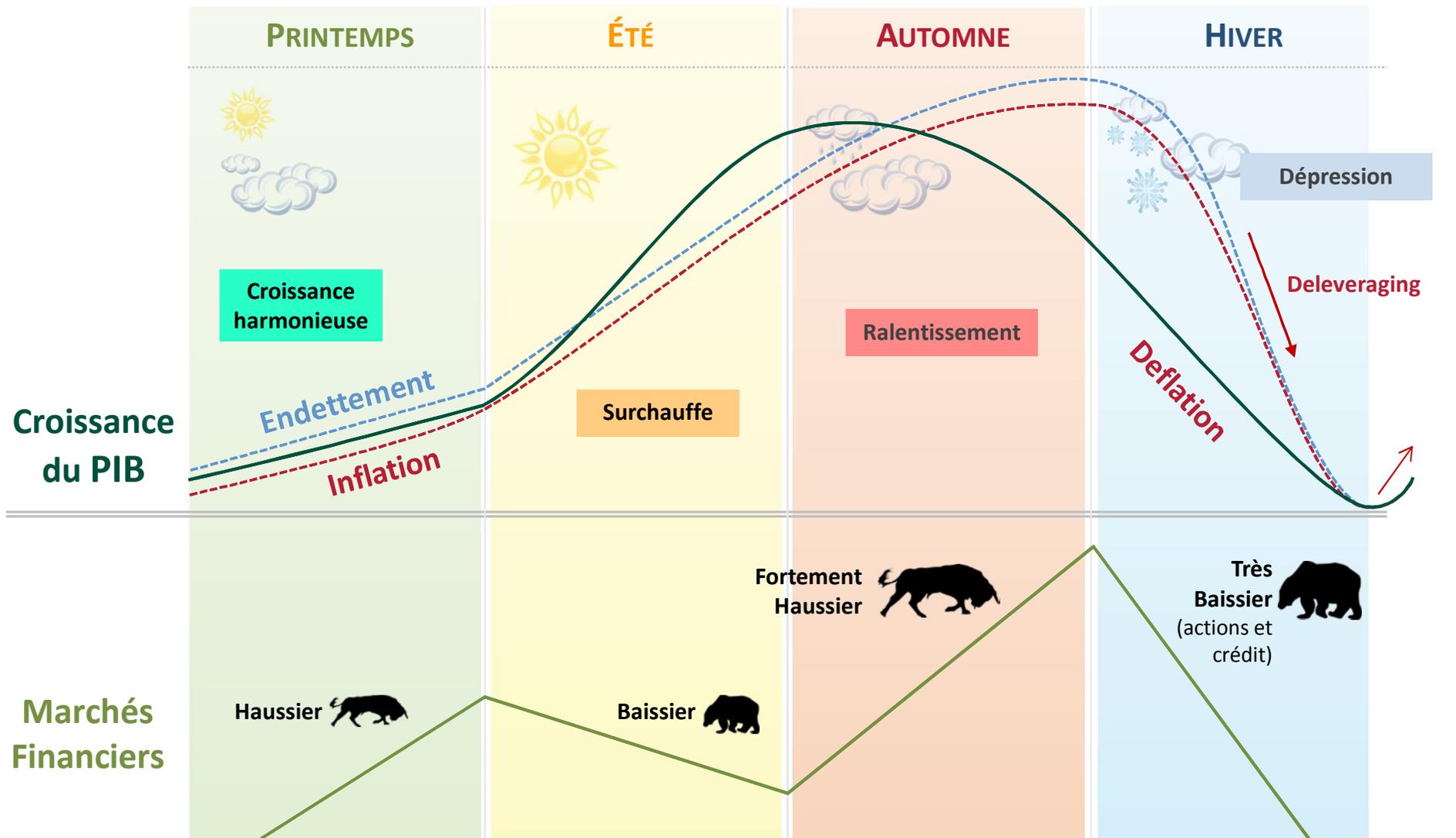
¥460 000 milliards de dette publique additionnelle entre 1990 et 2005

Japon : croissance du PIB malgré une réduction massive de la richesse et un désendettement du secteur privé

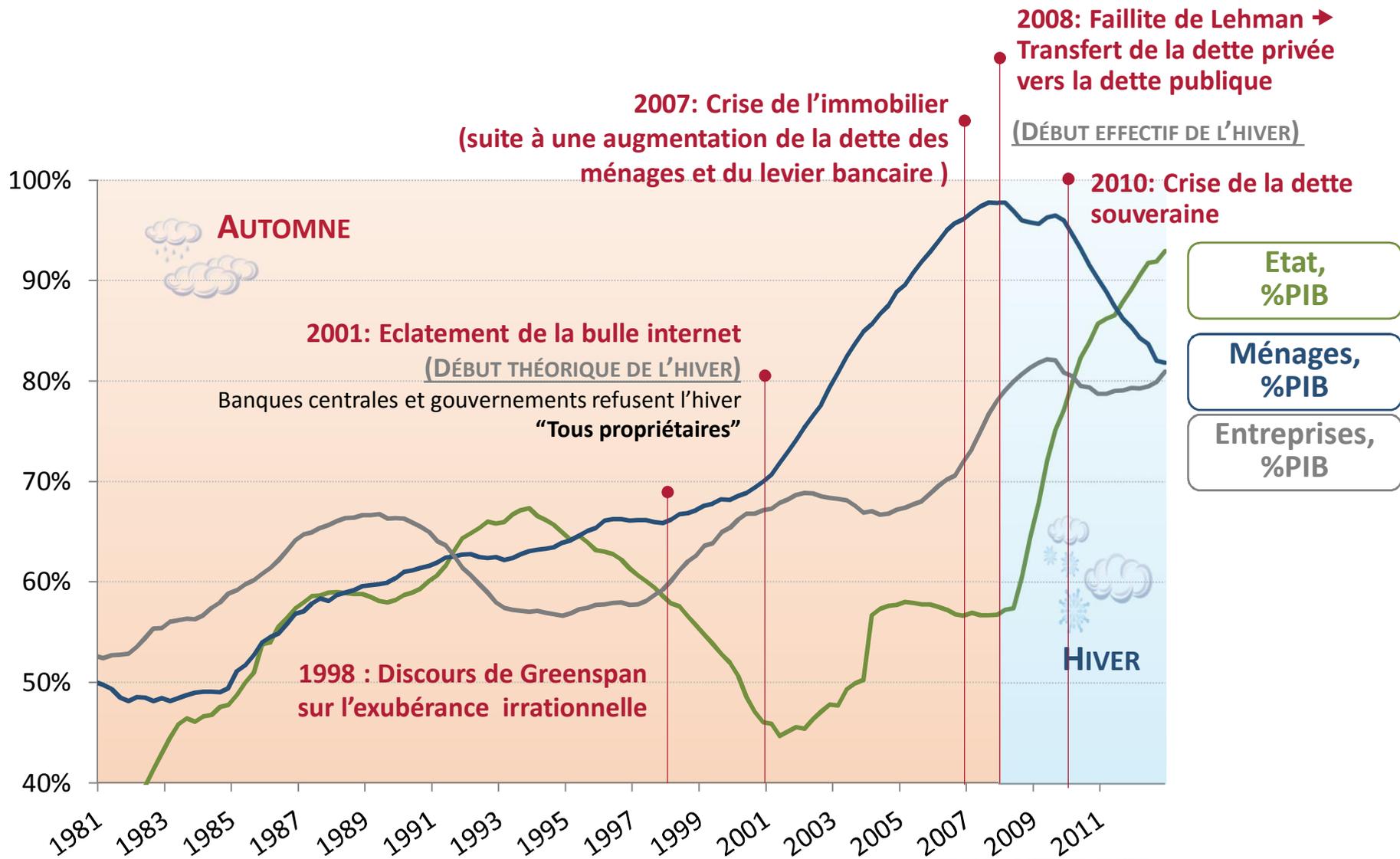


Source : Cabinet Office, Japan Real Estate Institute

© Approche théorique : les cycles de Kondratieff

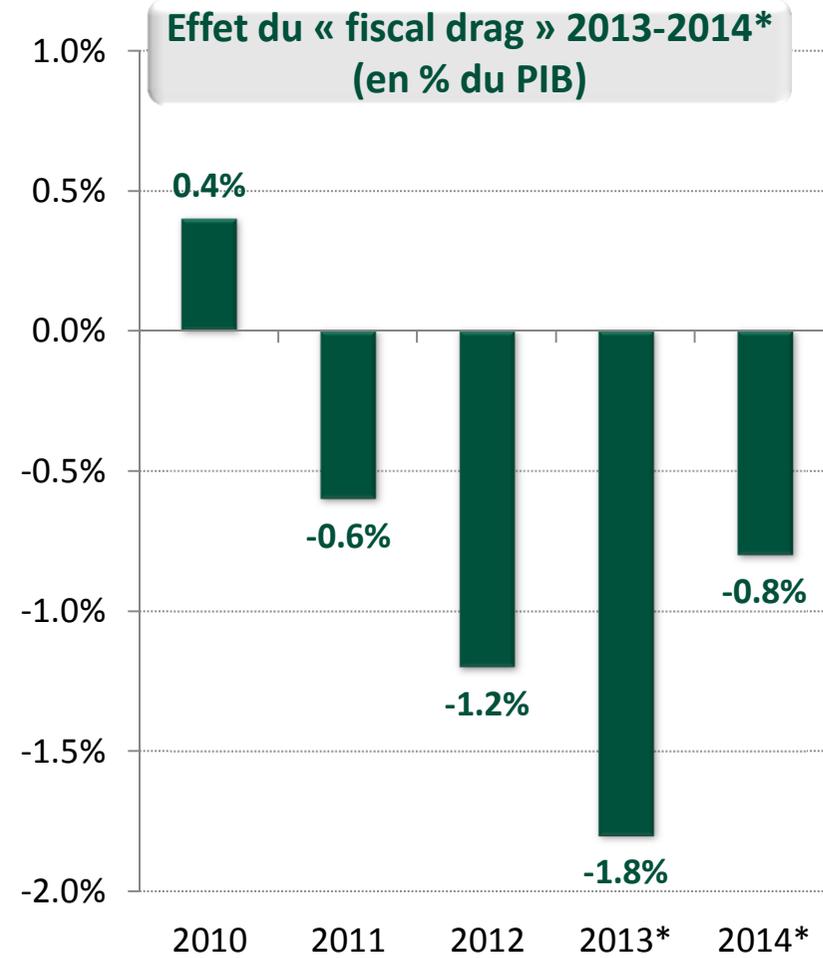
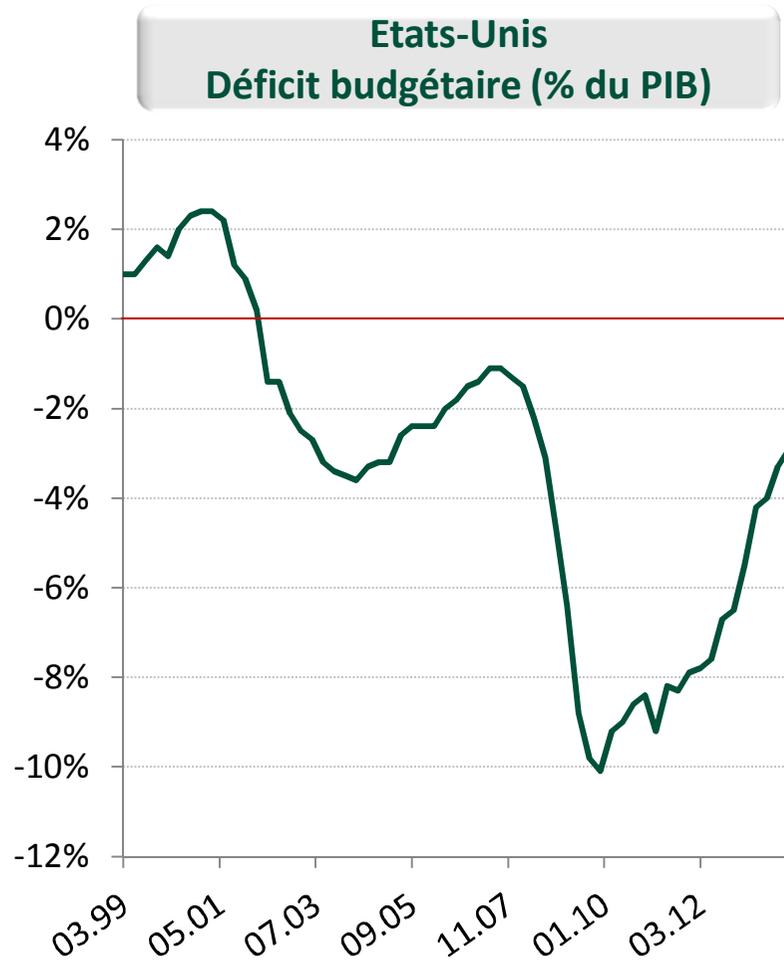


© Notre « Kondratieff » appliqué aux Etats-Unis



Source: Carmignac Gestion, 2013

© Etats-Unis : un pilotage adroit de la composante fiscale

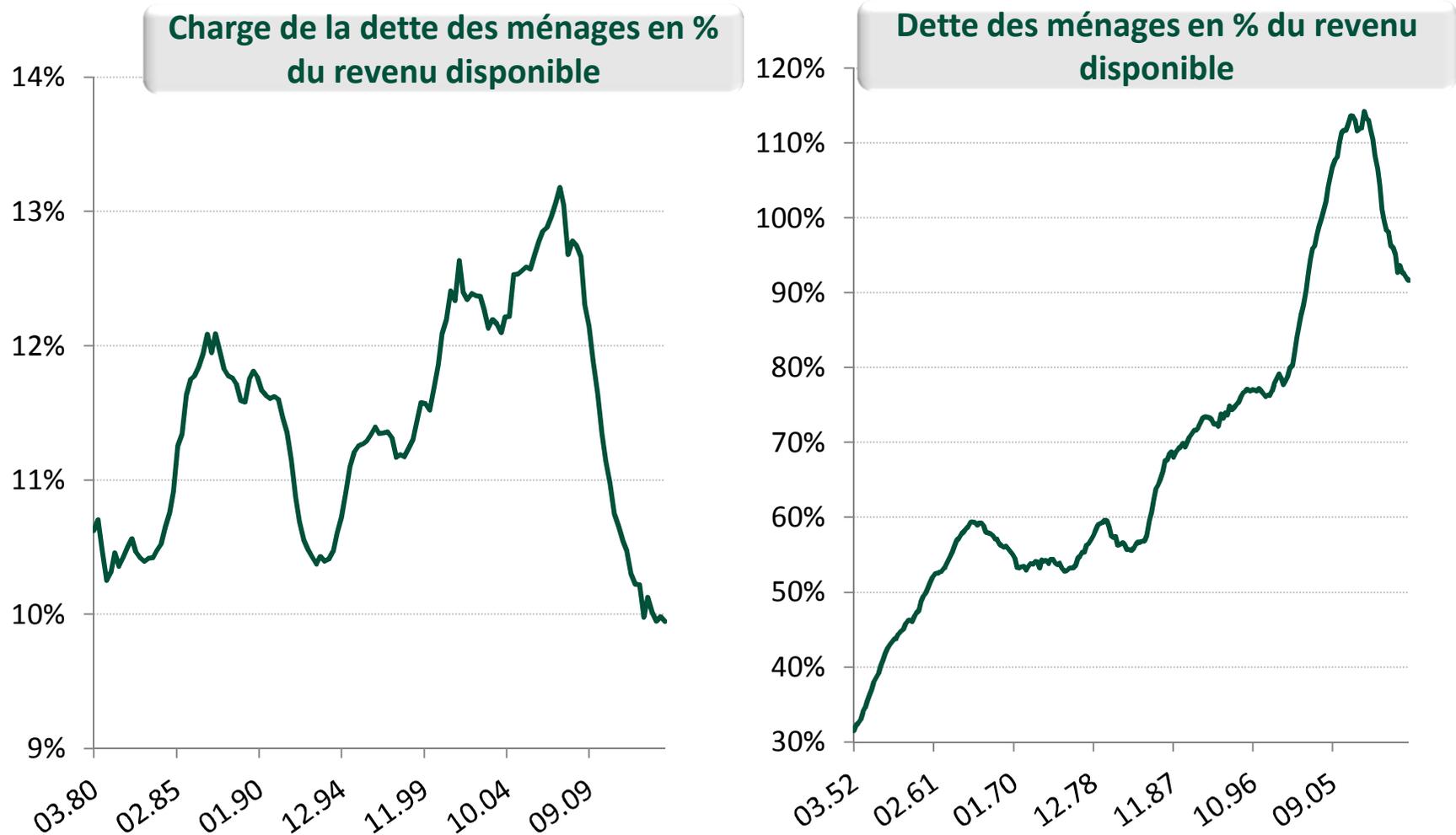


Source : CEIC, Carmignac Gestion, mars 2014

Droite : CBO, J.P. Morgan, 09/12/2013

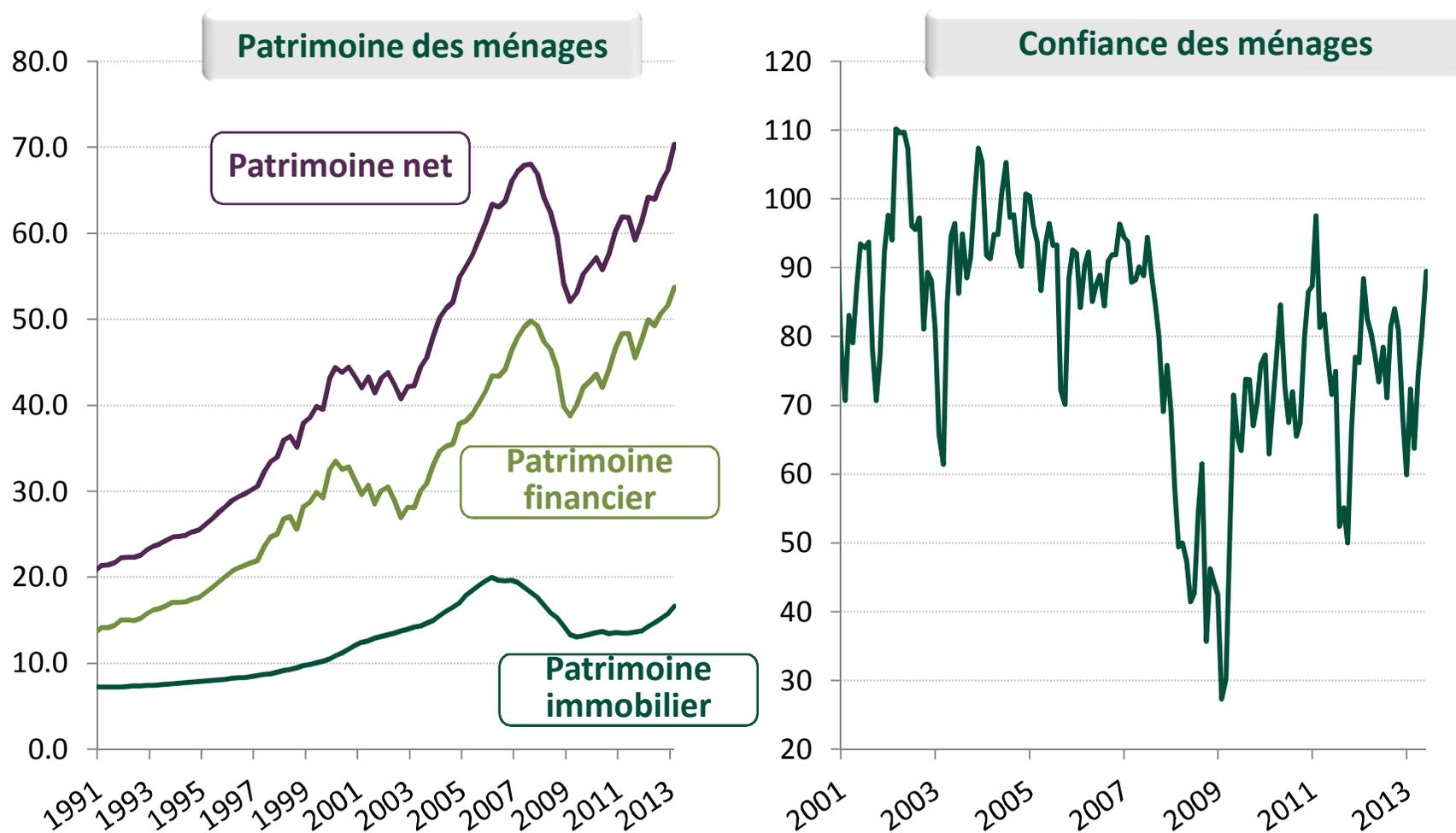
*estimations

© Etats-Unis : Un désendettement des ménages réel grâce notamment à des taux bas



Source : CEIC, 25/07/2014

© Etats-Unis : un effet richesse qui a alimenté la confiance des ménages et leur propension à consommer



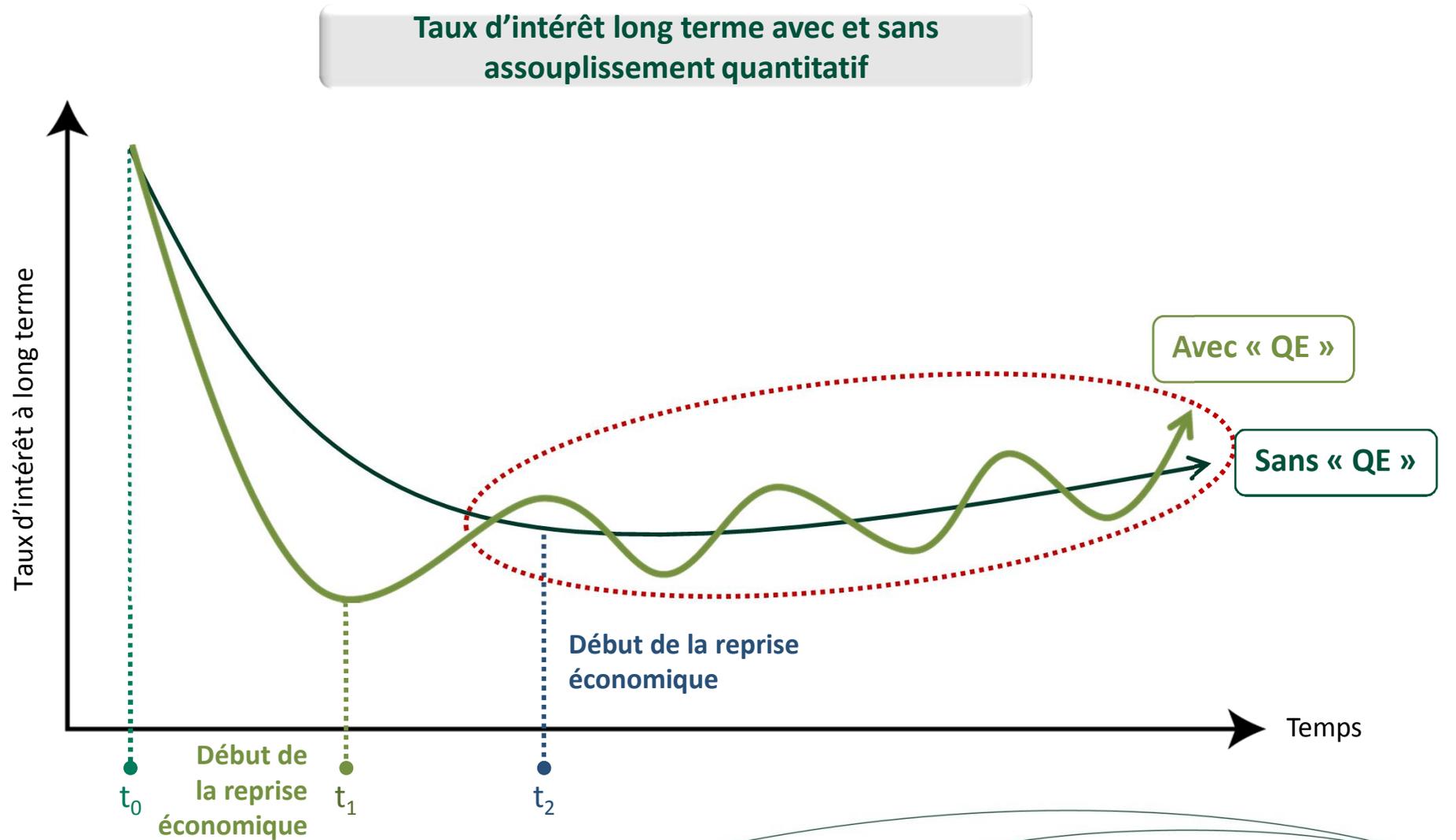
Source : CEIC, Carmignac Gestion, 2013



Appréhender la sortie de crise

Facteurs de risque

© La nature du risque de taux



Source : Nomura, 22/10/2013
T1: début de la reprise avec QE
T2: début de la reprise sans QE

© Taux US : une vulnérabilité croissante aux chocs

Une gestion flexible de la sensibilité est essentielle

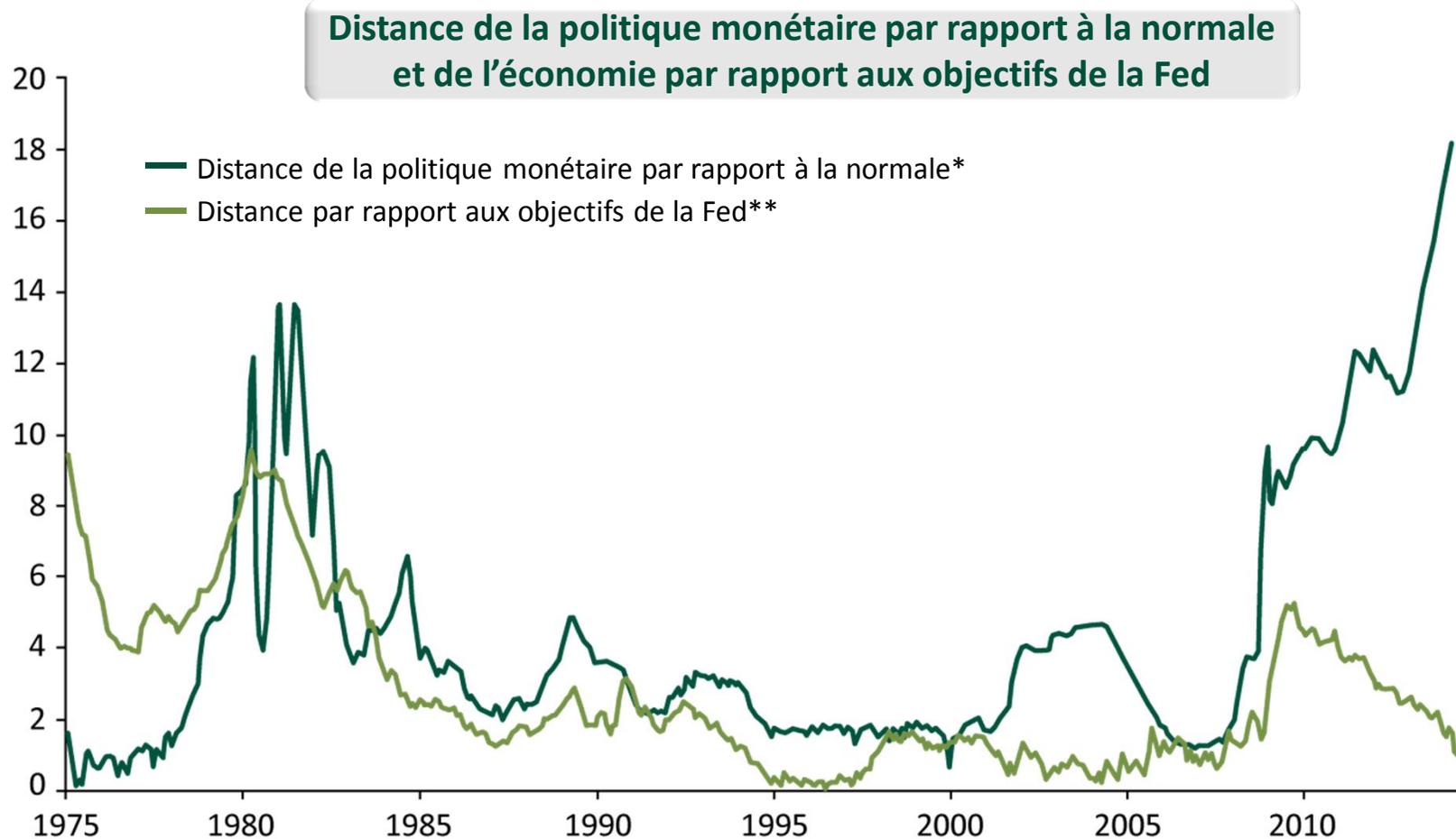
Volatilité des emprunts d'Etat américains



Source : Bloomberg, 30/06/2014

© Maintien d'une politique monétaire agressive malgré la normalisation économique

Un risque de sur-réaction ?

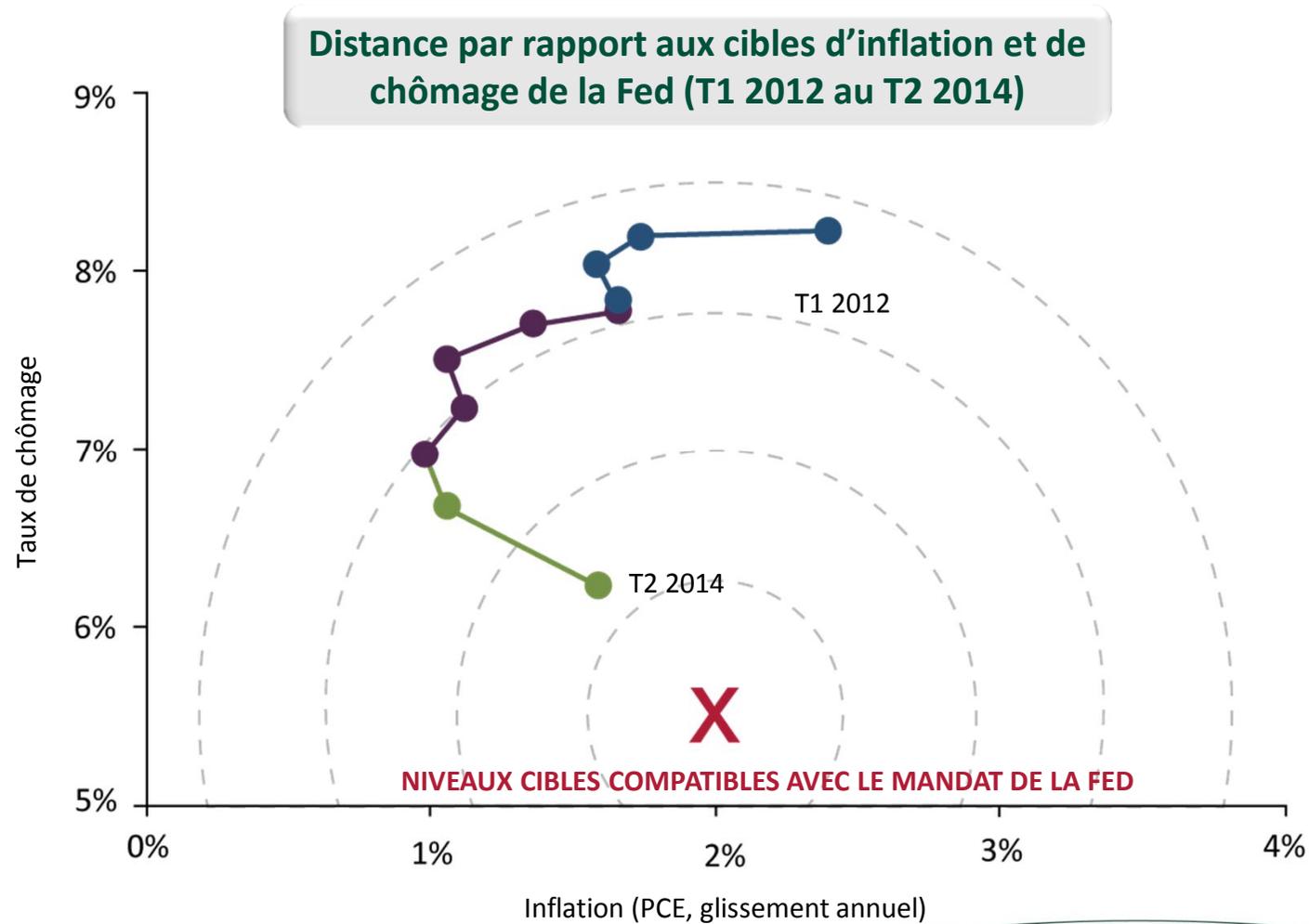


Source: Fed, Bureau of Economic Analysis, Bureau of Labor Statistics, Federal Reserve Bank of St Louis, juillet 2014

* $(\text{taux directeur de la Fed } [r] - r \text{ moyen})^2 + (\text{bilan de la Fed/GDP } [u] - \text{moyenne long terme de } u)^2$

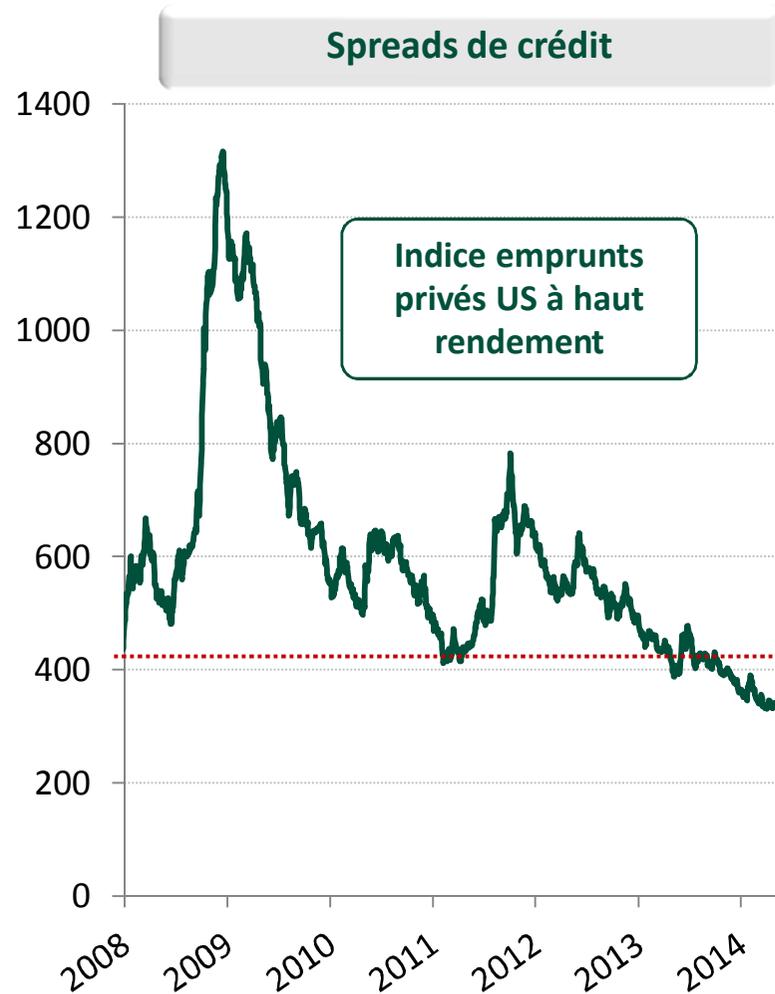
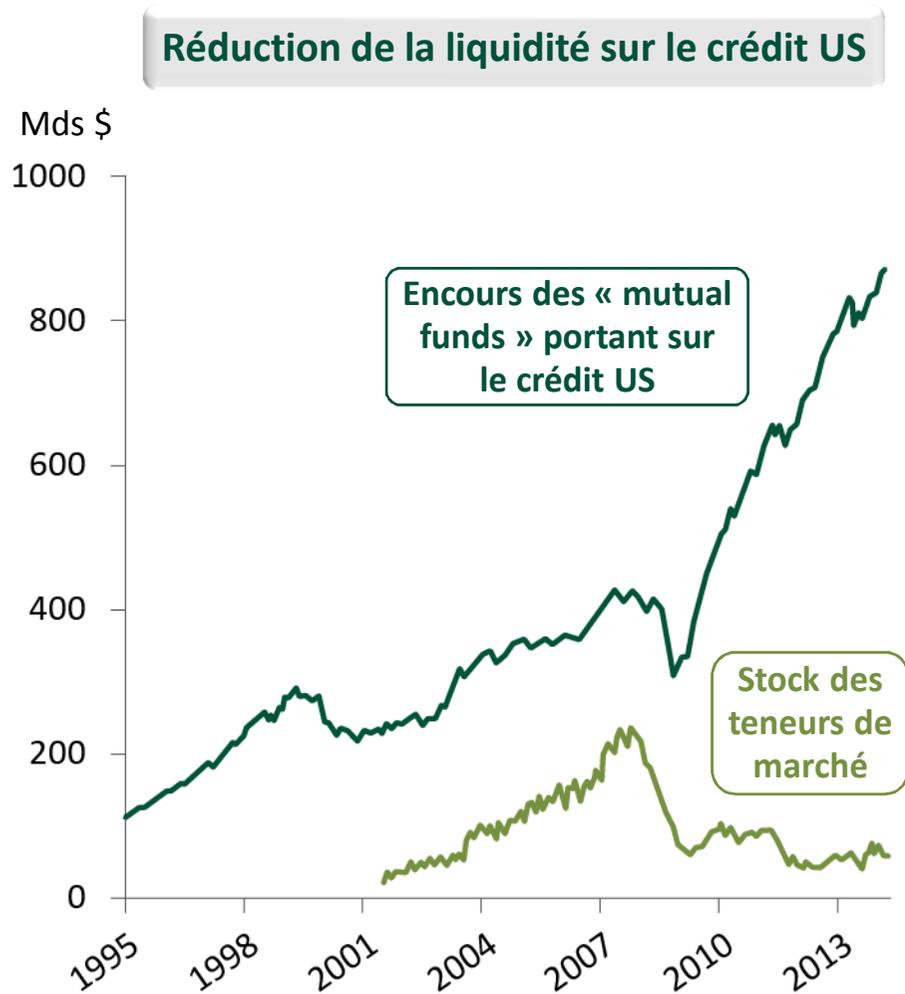
** $(\text{Inflation } [I] - I \text{ cible})^2 + (\text{taux de chômage } [u] - \text{moyenne long terme de } u)^2$

© Etats-Unis : attention à la normalisation de la politique monétaire



Source: Chicago Federal Reserve (updaté par ISI pour inclure les données du 2T), juillet 2014

Crédit US : la rémunération du risque de liquidité est de moins en moins attractive

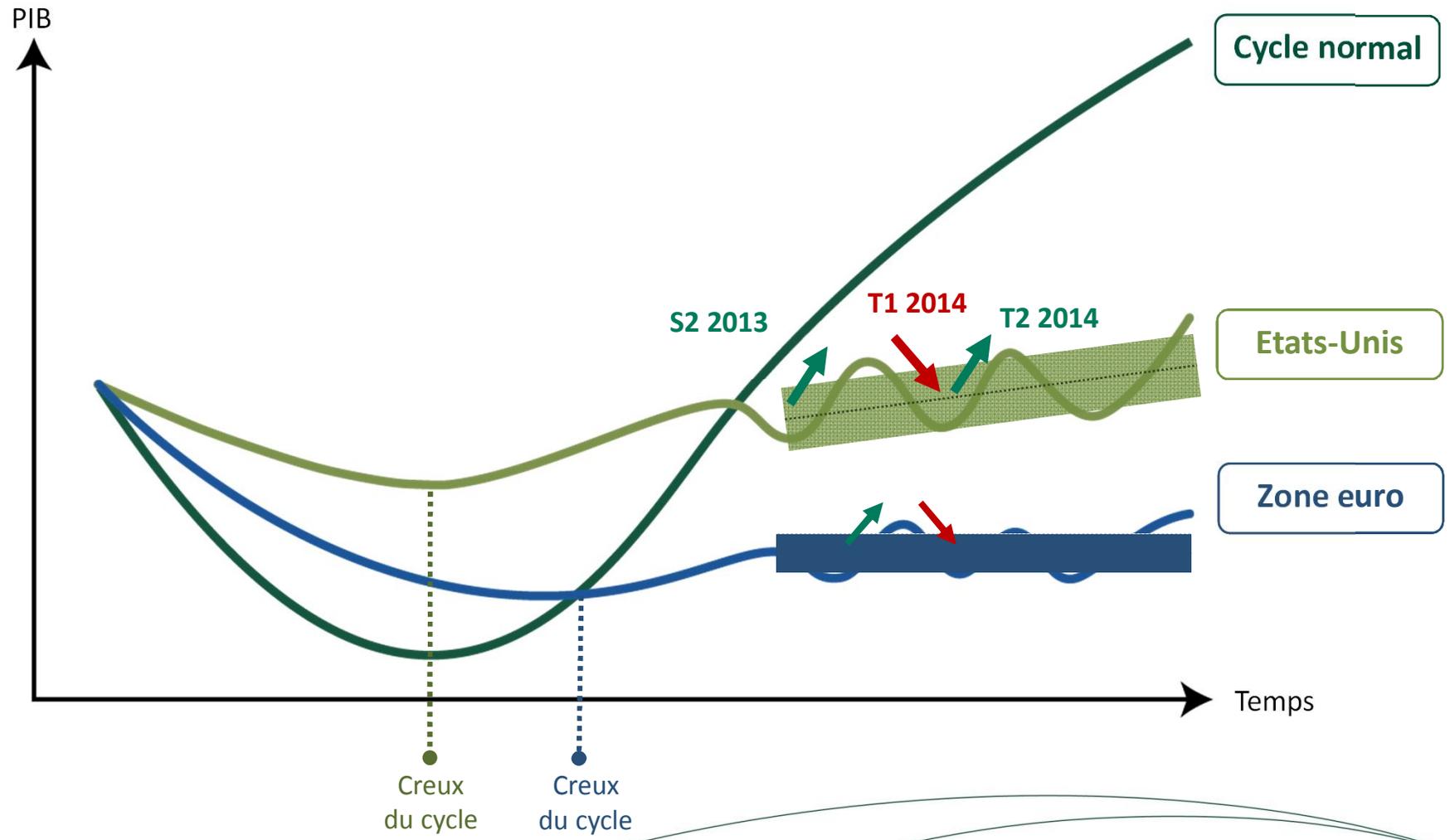


Source :

Gauche : Citigroup, juin 2014

Droite : Merill Lynch, 30/06/2014

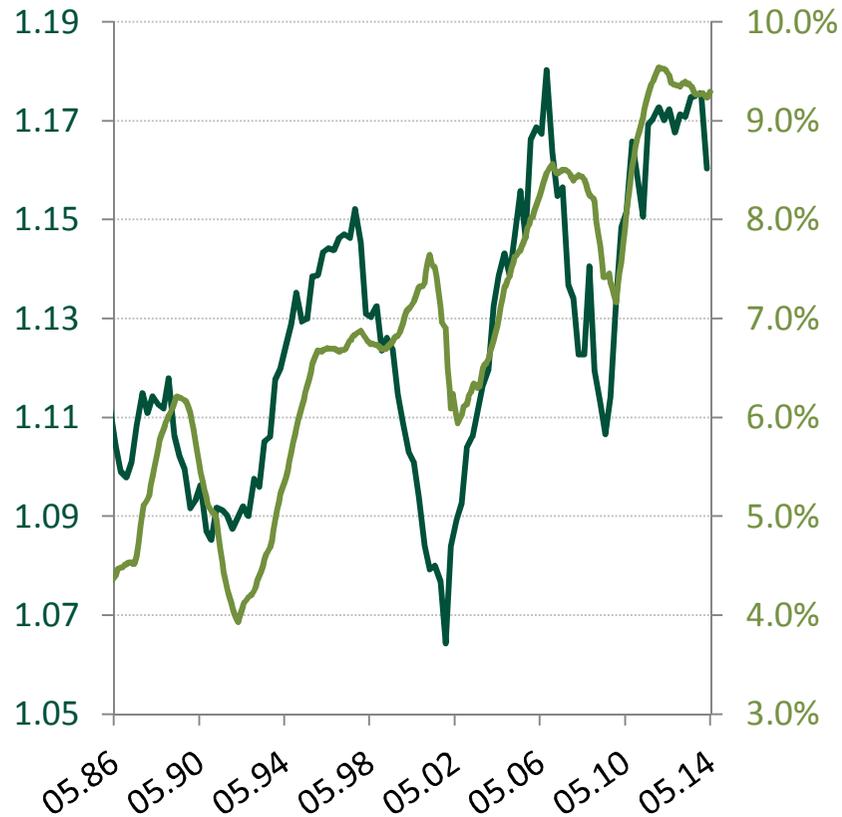
© La forme de la reprise économique aux Etats-Unis et en Europe



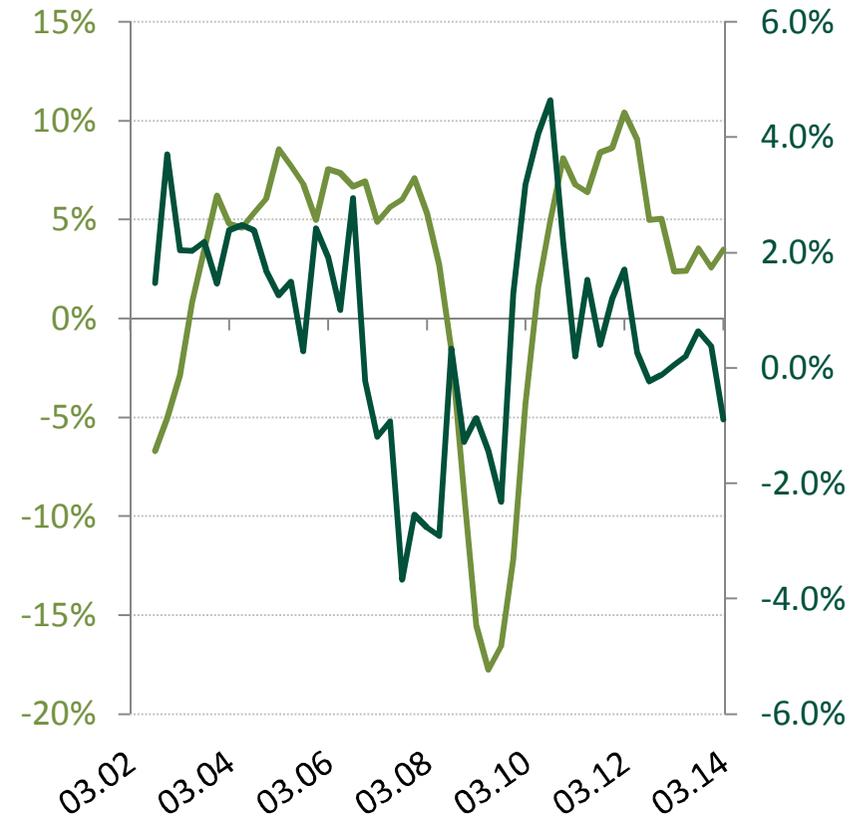
Source : Carmignac Gestion, juin 2014

© Etats-Unis : l'investissement va-t-il vraiment contribuer au rebond américain ?

Les marges des entreprises pourraient décevoir



— Marges NIPA hors financières
— Marges S&P 500 hors financières

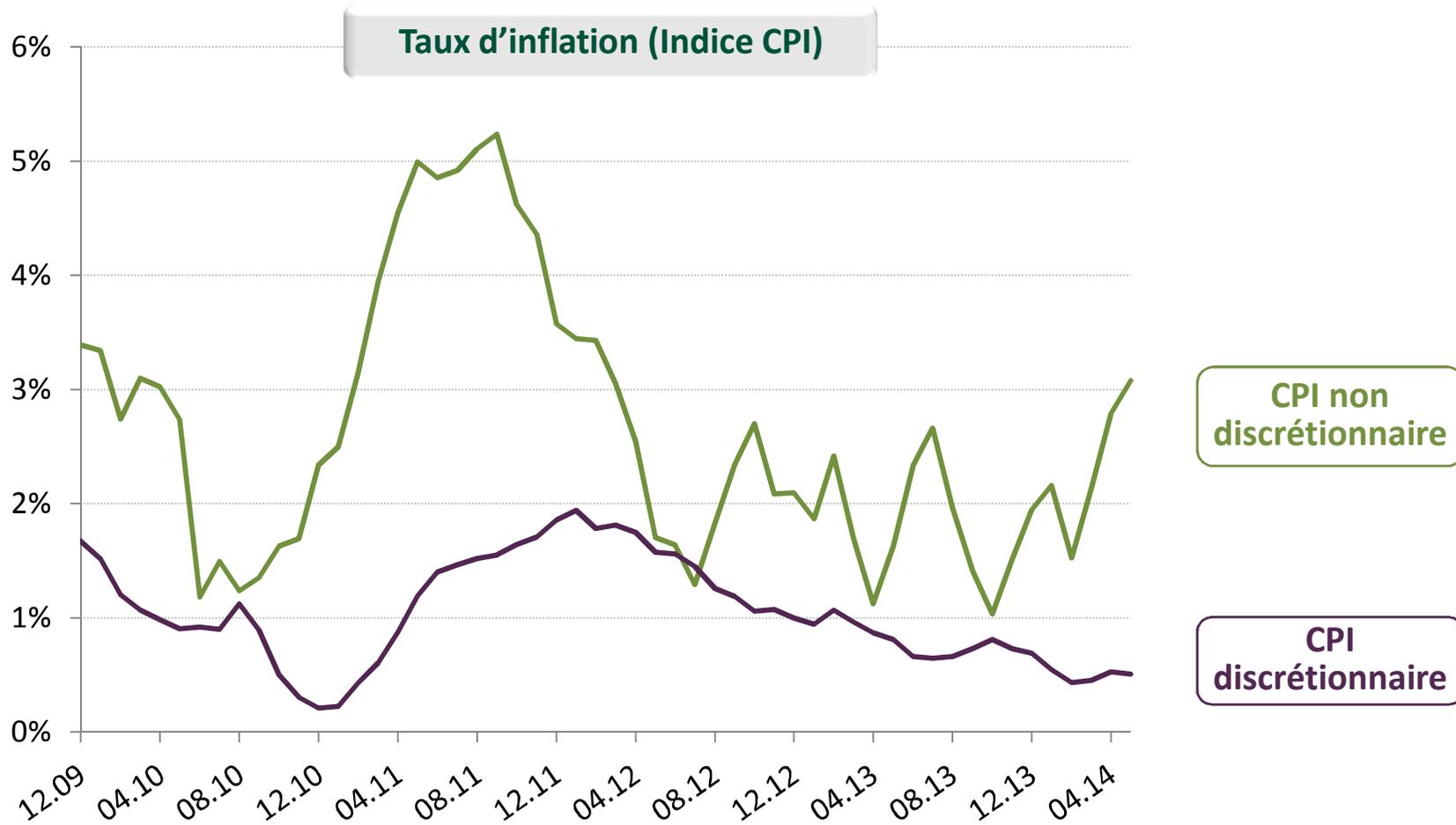


— Croissance des marges
— Investissement

Source : Carmignac Gestion, CEIC, 31/03/2014

© Etats-Unis : de premiers signes d'inflation

Une divergence entre l'inflation discrétionnaire et non-discrétionnaire



Source : Carmignac Gestion, CEIC, 31/05/2014

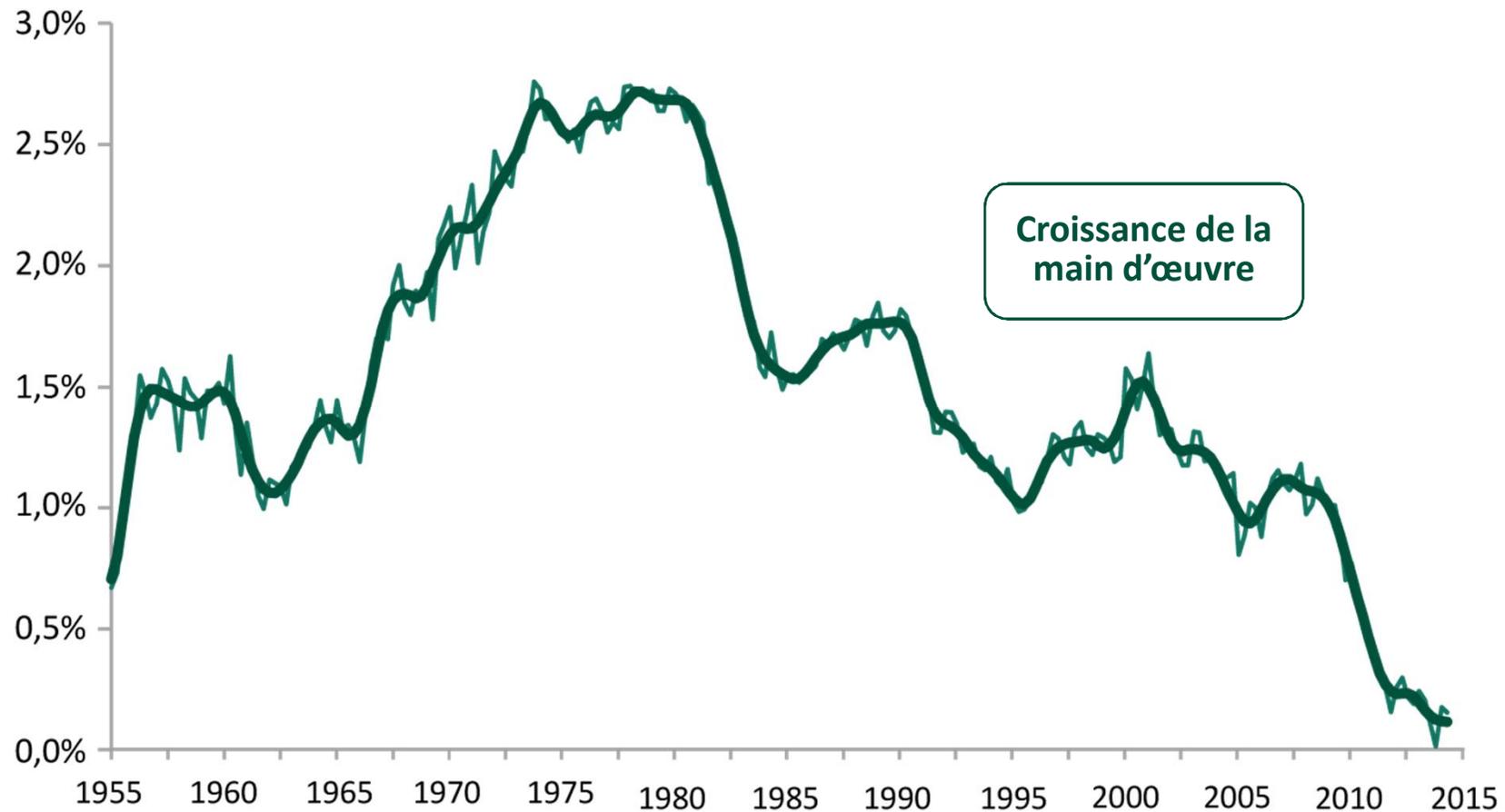


Quels rendements après la crise ?

Perspectives de long terme

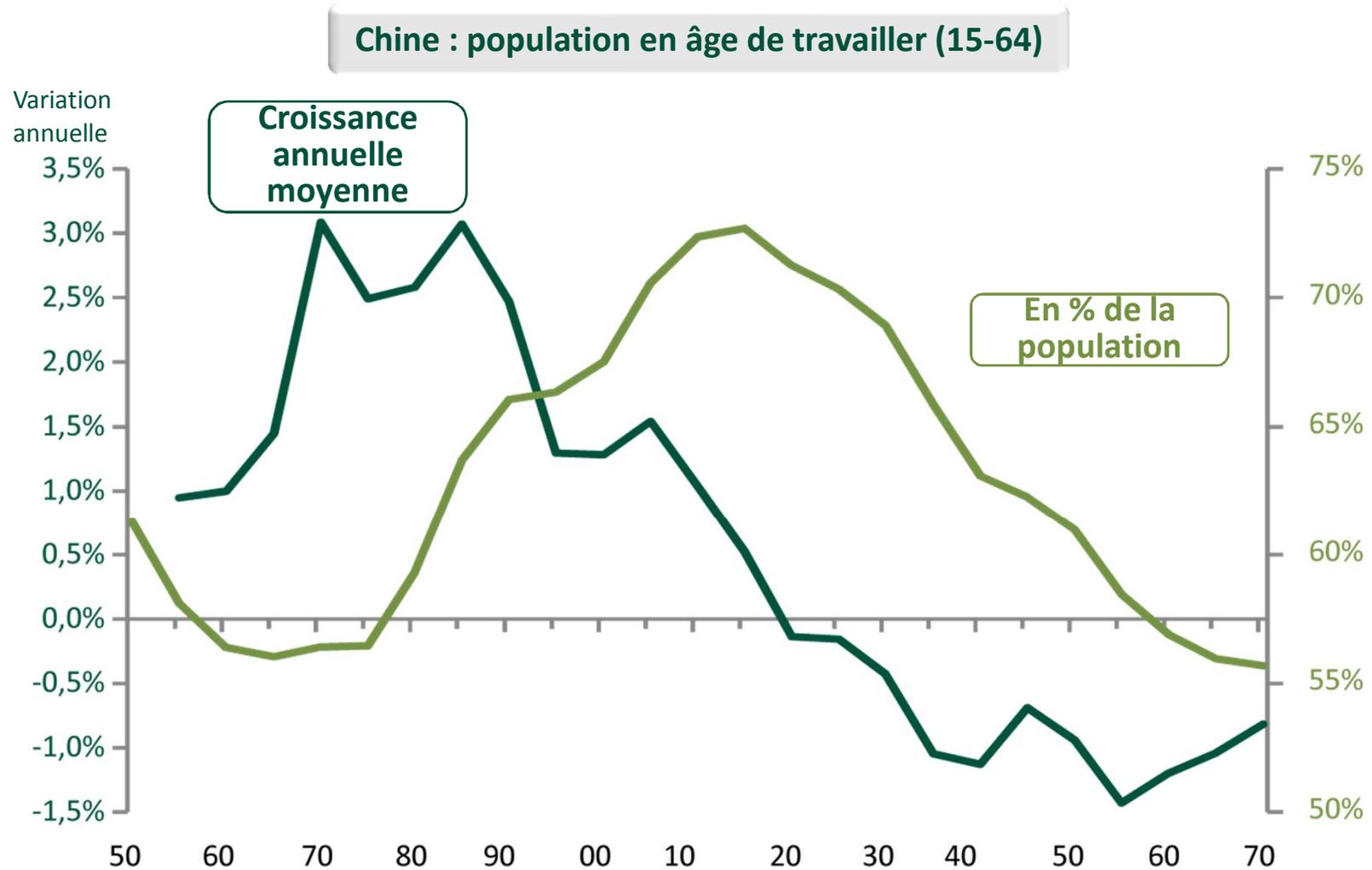
© Etats-Unis : baisse de la croissance de la main-d'œuvre

Facteur de ralentissement de la croissance potentielle de long terme



Source: BLS, NBER, BEA, Minack Advisors

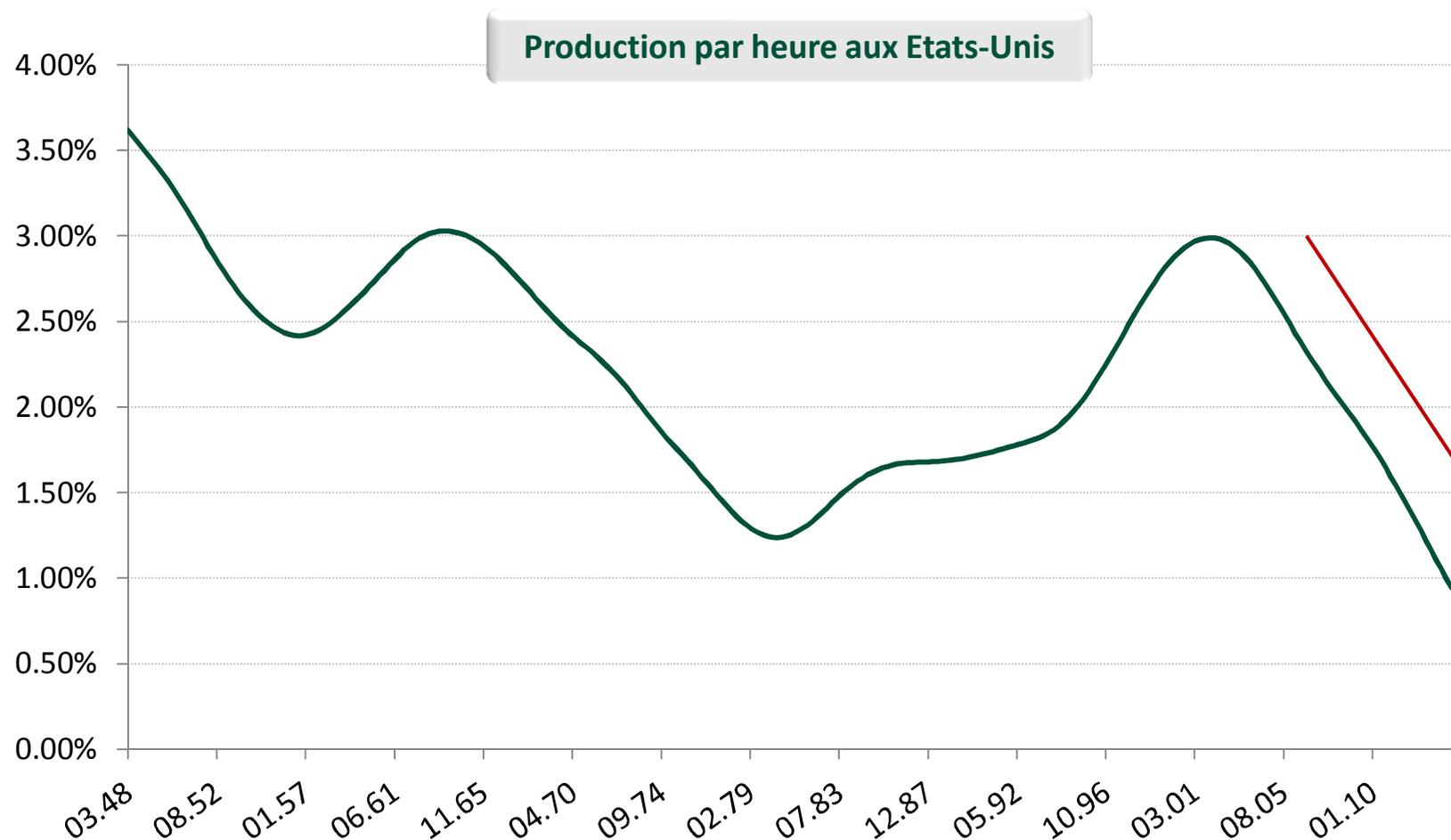
© Une tendance non circonscrite aux pays développés



Source: UN DESA, Deutsche Bank, 2012

© Etats-Unis : baisse tendancielle de la productivité

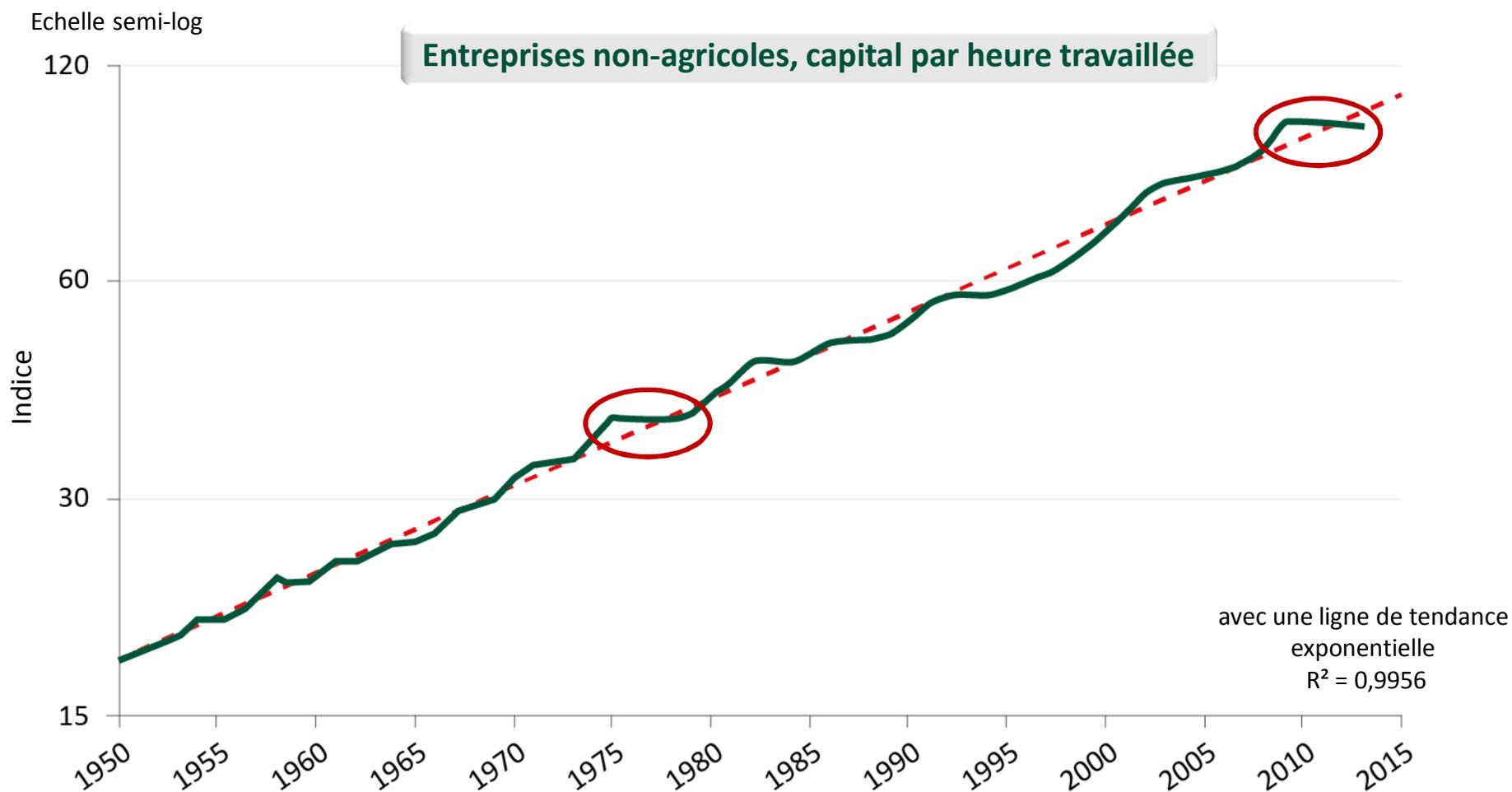
Un frein pour la croissance potentielle



Source: Carmignac Gestion, 14/02/2014

© Etats-Unis : l'investissement en panne

Cause ou conséquence de la faible croissance ?

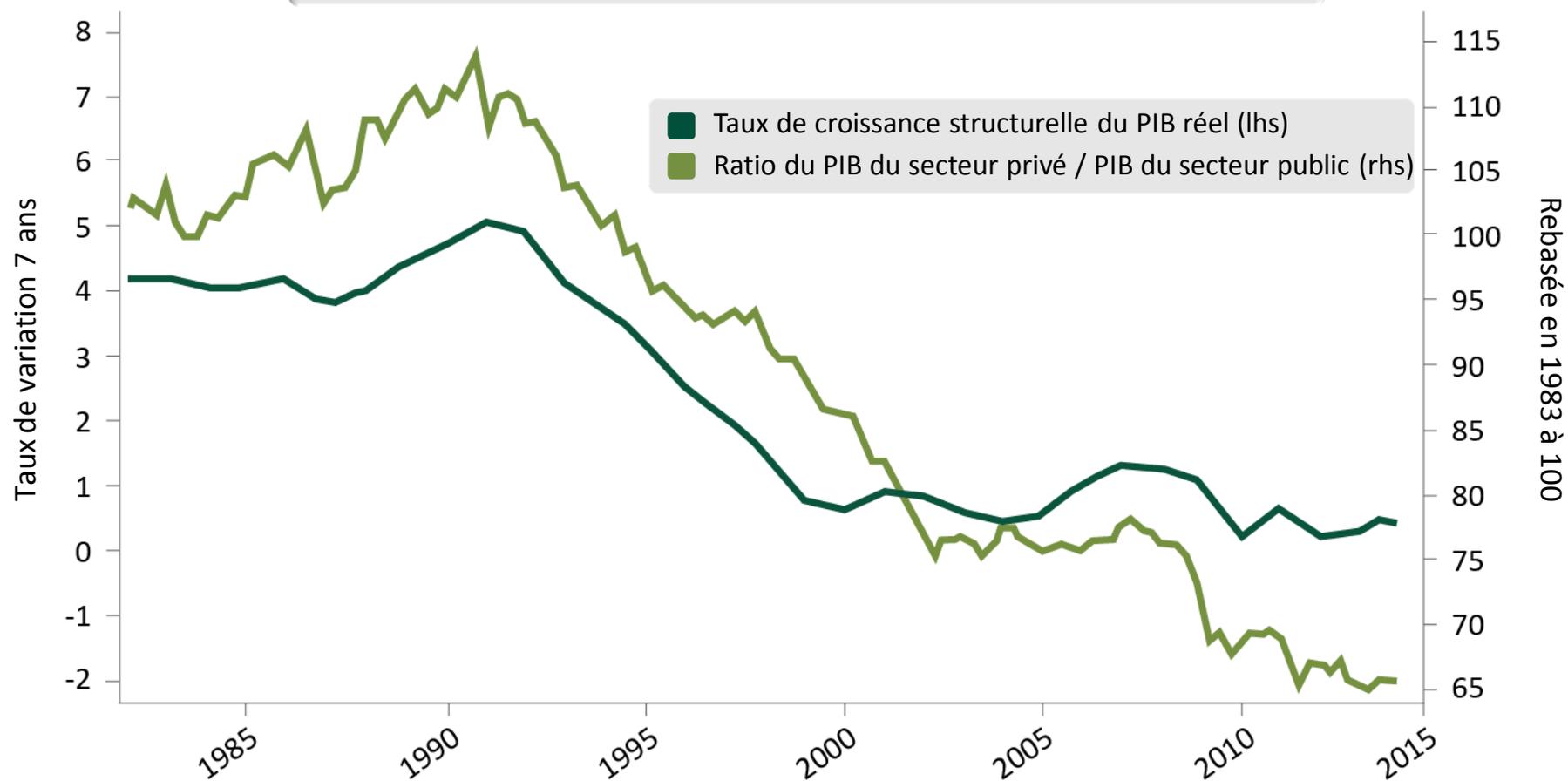


Source : BEA, BLS, NBER; Minack Advisors

© Impact de l'accroissement de la sphère publique

L'expérience japonaise du traitement d'une "balance sheet recession"

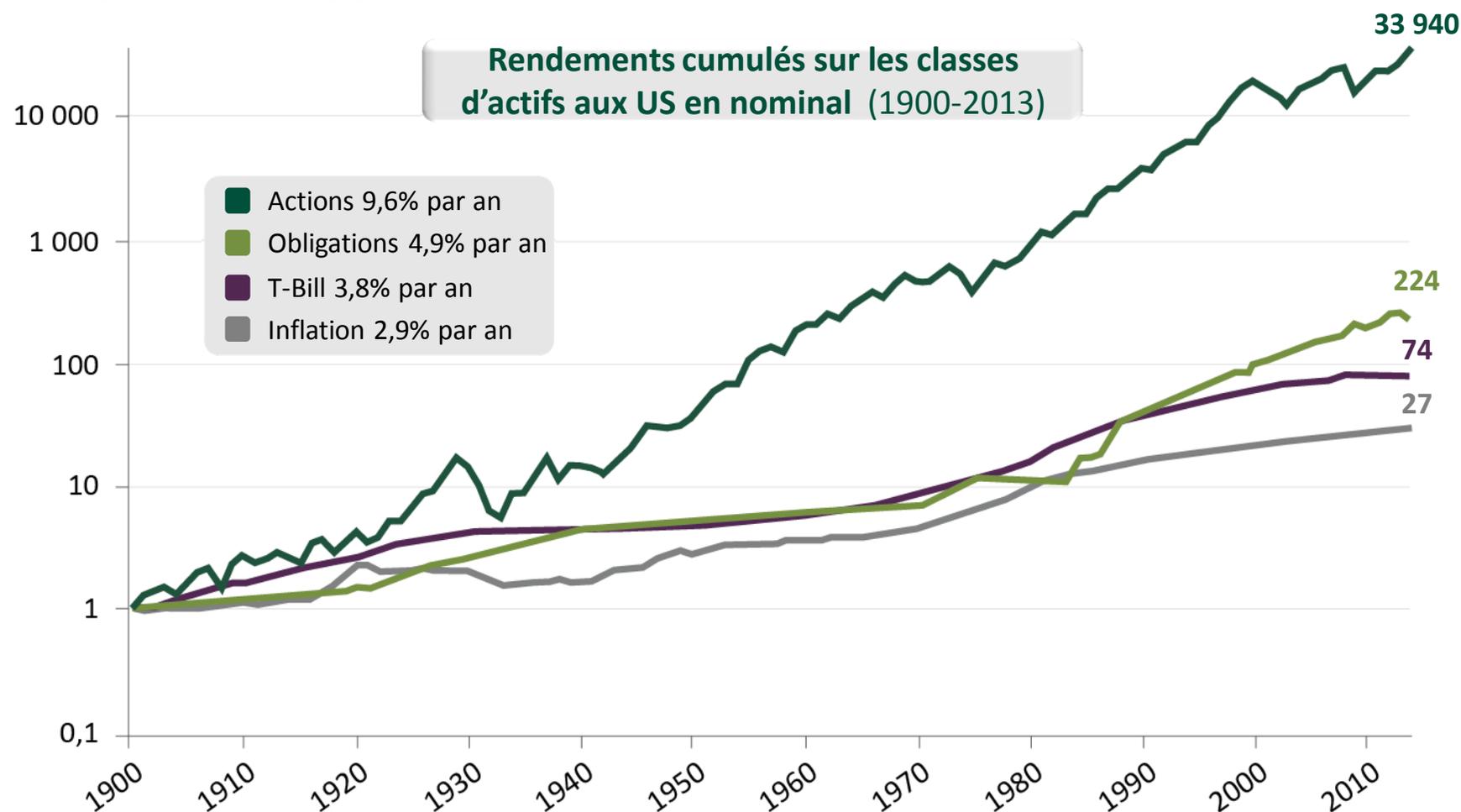
Japon : croissance économique et dépenses gouvernementales



Source : Gavekal Dragonomics, Ideas, 06/05/2014

© Rendements réalisés sur longue période

Une accélération des rendements obligataires depuis le début des années 80

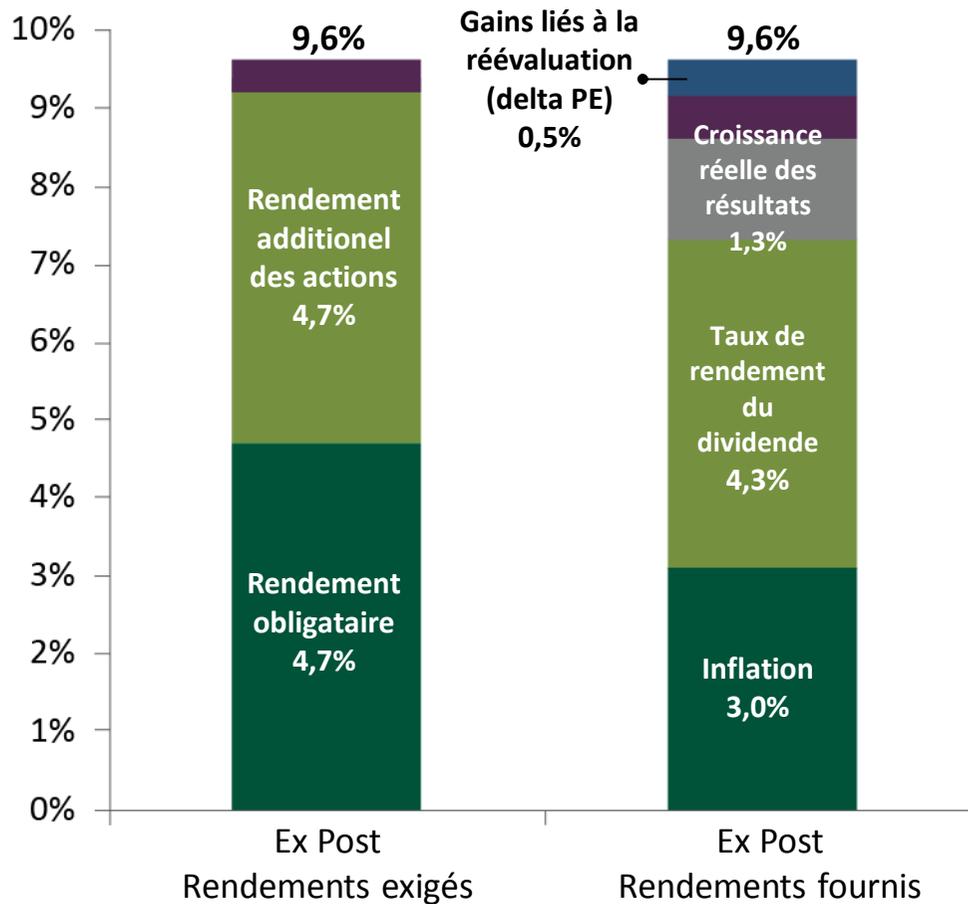


Source : Credit Suisse Global Investment Returns Sourcebook 2014, Février 2014

© Décomposer les rendements actions

Quid des perspectives d'inflation ?

Décomposition des rendements historiques des marchés actions (1900-2009)



EX ANTE À AUJOURD'HUI

Taux de rendement du dividende

<i>Etats-Unis</i>	<i>Europe</i>	<i>Japon</i>
2	3,4	2,1

Inflation

<i>Etats-Unis</i>	<i>Europe</i>	<i>Japon</i>
2,1	0,5	1,3*

* Retraité de l'impact de la hausse de la TVA

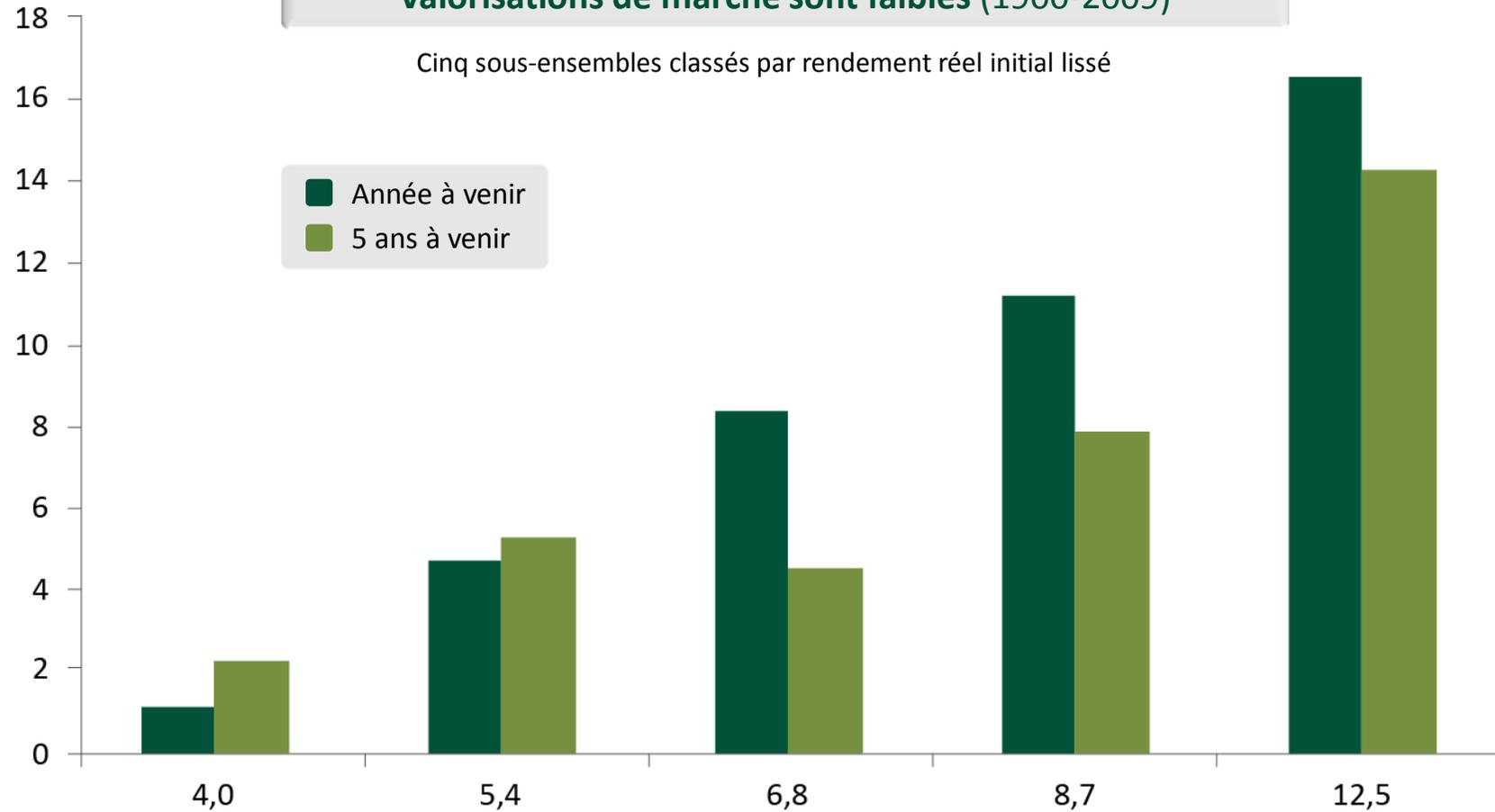
Croissance réelle des résultats ?

© Impact des effets d'expansion/contraction des multiples

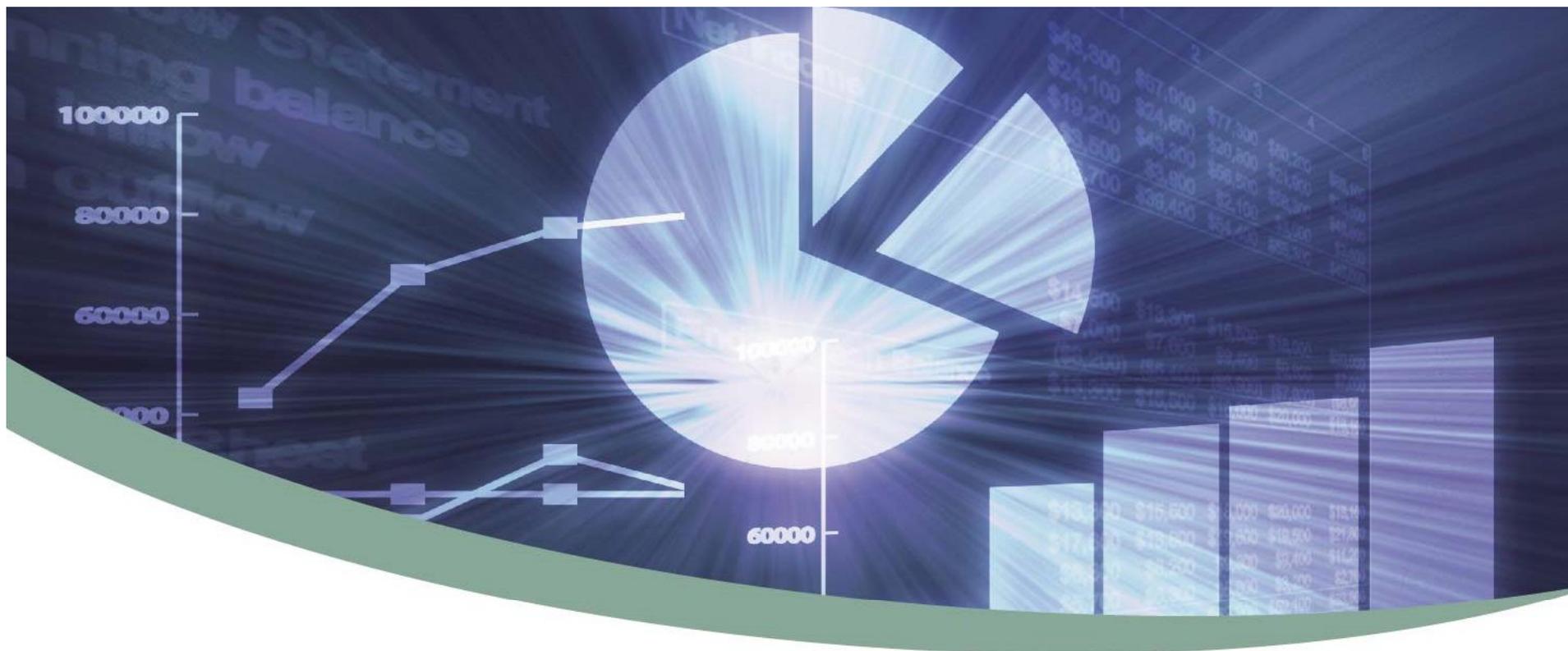
S&P rendements réels
futurs
(% par an)

Les rendements futurs des actions sont plus élevés quand les valorisations de marché sont faibles (1900-2009)

Cinq sous-ensembles classés par rendement réel initial lissé



Source : Site internet de Robert Shiller, Haver Analytics.



Améliorer les rendements via une gestion de conviction

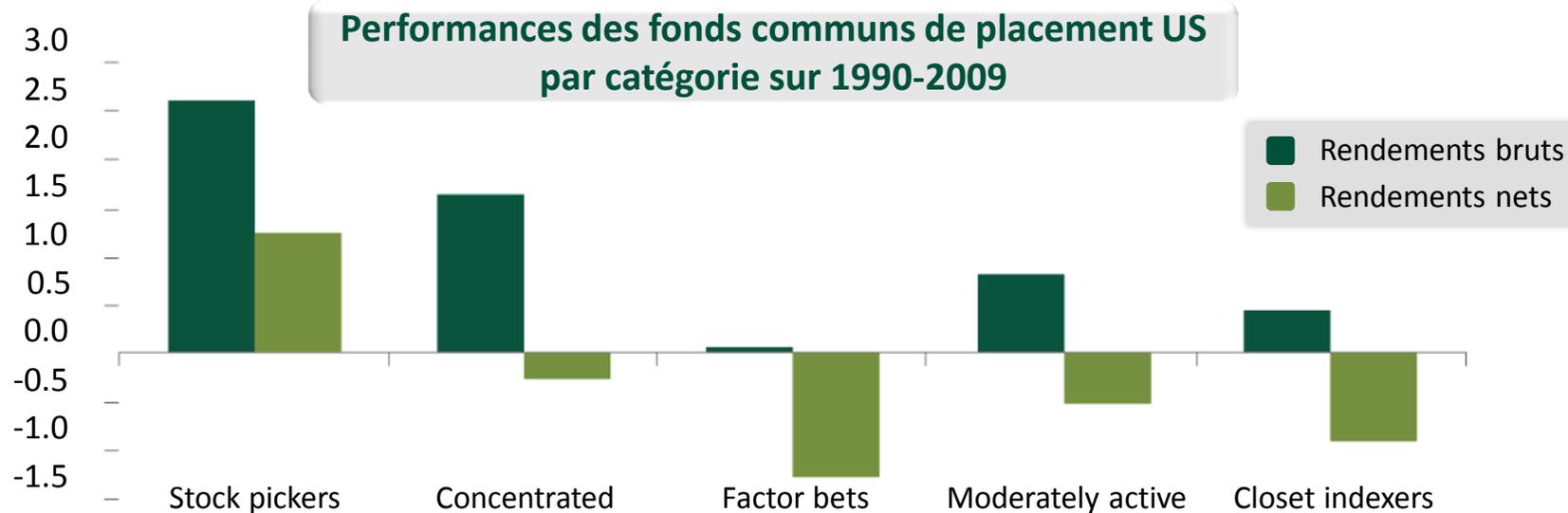
Cap sur la croissance structurelle

© Plaidoyer pour la gestion active

Les principales conclusions de l'étude de Martijn Cremers et Antti Petajisto

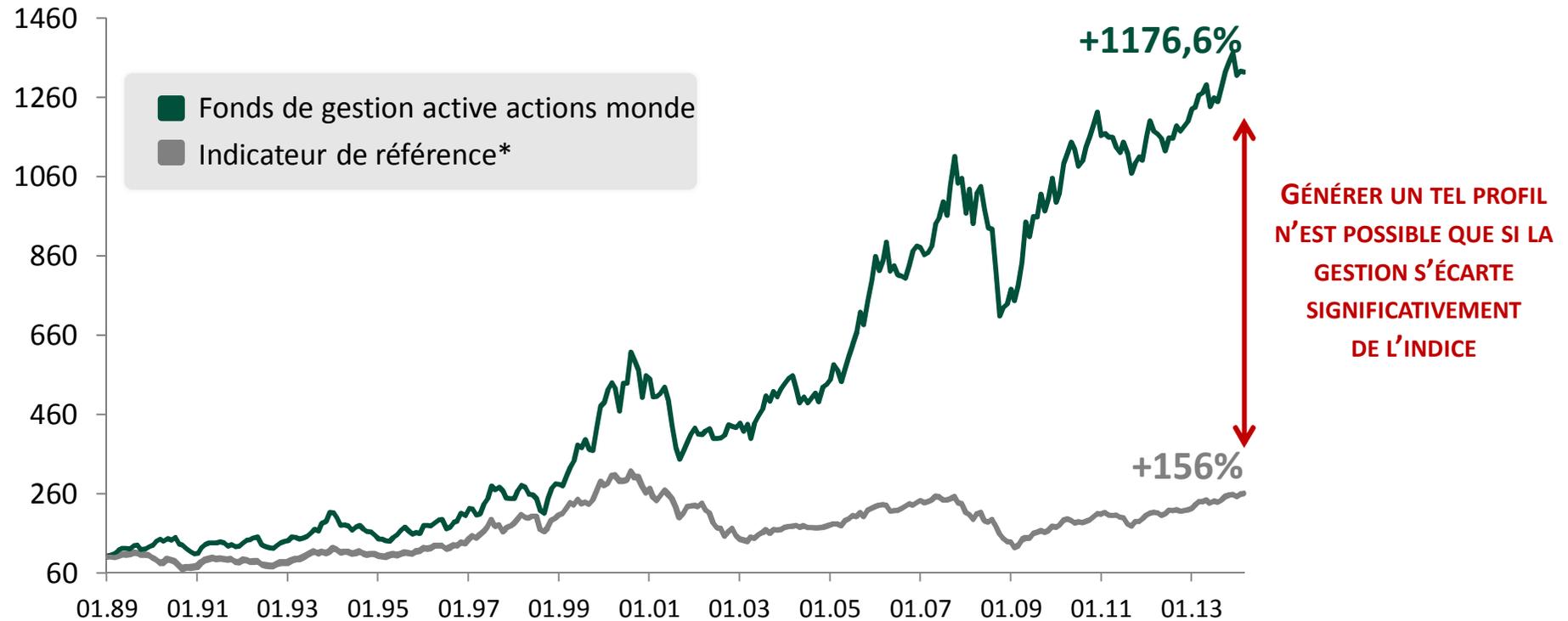
Les différents types de gestion active

Tracking error quintiles		Low	2	3	4	High	Group	
Active share quintiles	High	5	5	5	5	4	5	Stock pickers
	4	2	2	2	3	4	4	Concentrated
	3	2	2	2	3	3	3	Factor Bets
	2	2	2	2	3	2	2	Moderately active
	Low	1	1	1	3	1	1	Closet indexers



Source:
Up: Martijn Cremers and Antti Petajisto
Down: Antti Petajisto

© La gestion de conviction est une approche non-conventionnelle



Avantage : Un profil très différent des fonds benchmarkés

Inconvénient : Une gestion plus difficile à expliquer
(la performance ne provient pas de la sur/sous pondération)

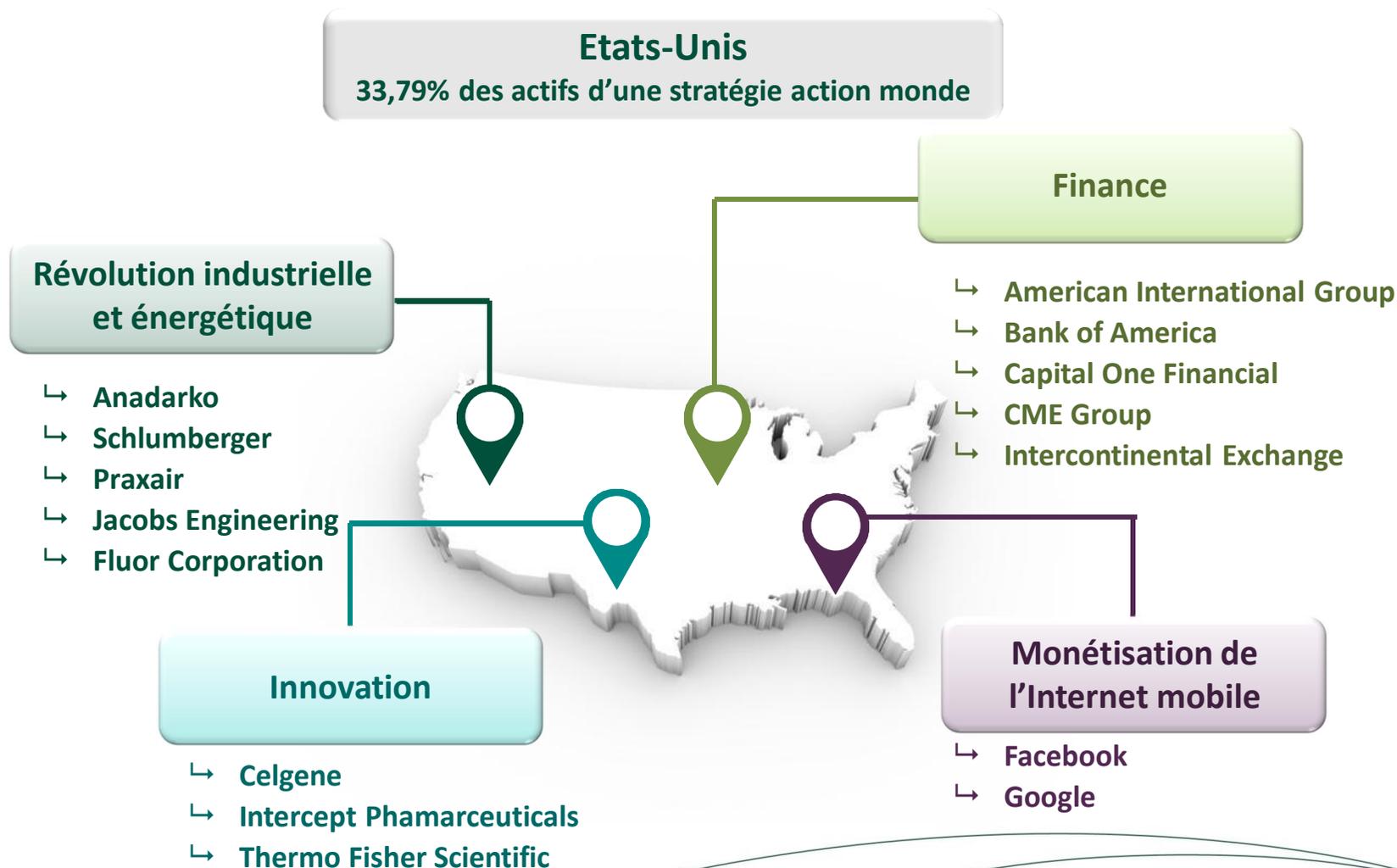
*50% MSCI AC World Index NR (EUR) + 50% Citigroup WGBI (EUR)

Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures.

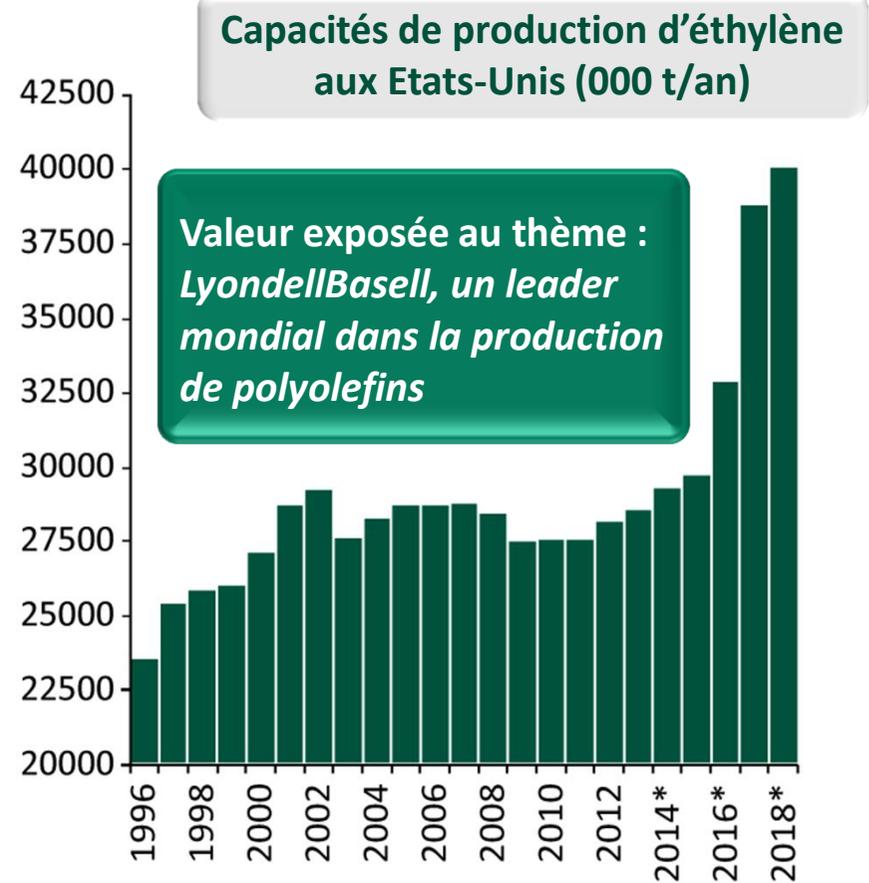
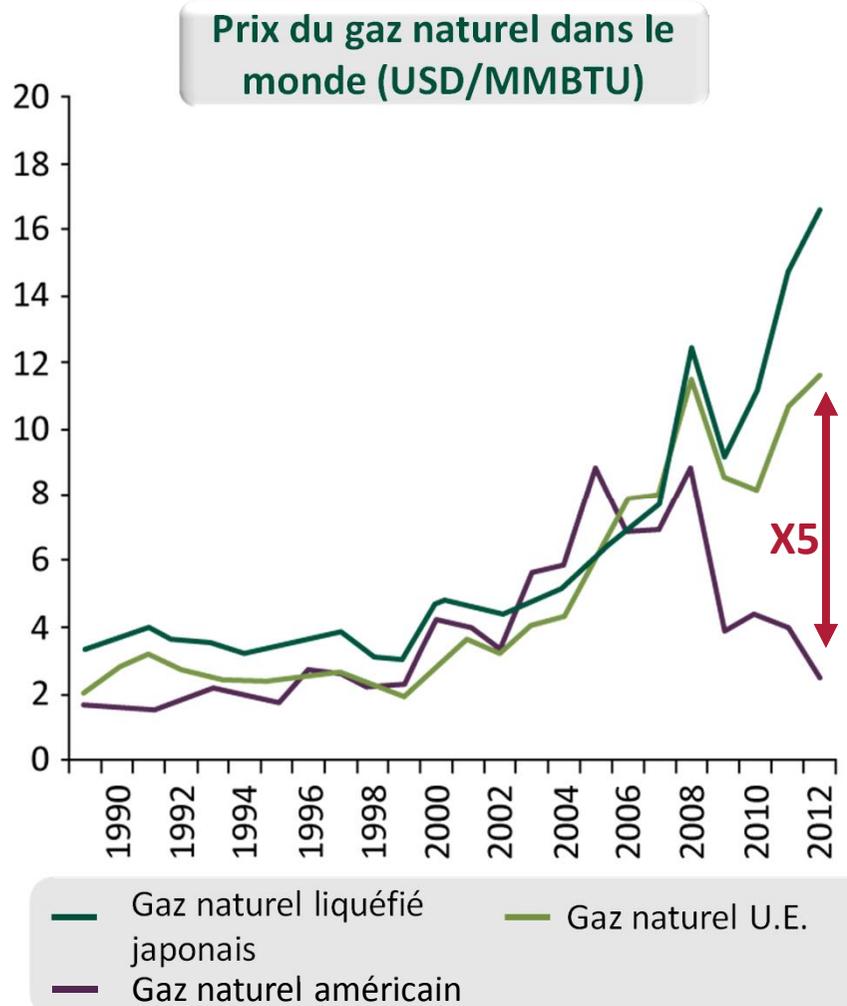
Source : Carmignac Gestion 31/03/2014

© Thème de la croissance structurelle américaine

Bénéficiaire des avantages compétitifs de long terme de la première économie du monde



© Industrie américaine: un avantage concurrentiel lié à la révolution énergétique



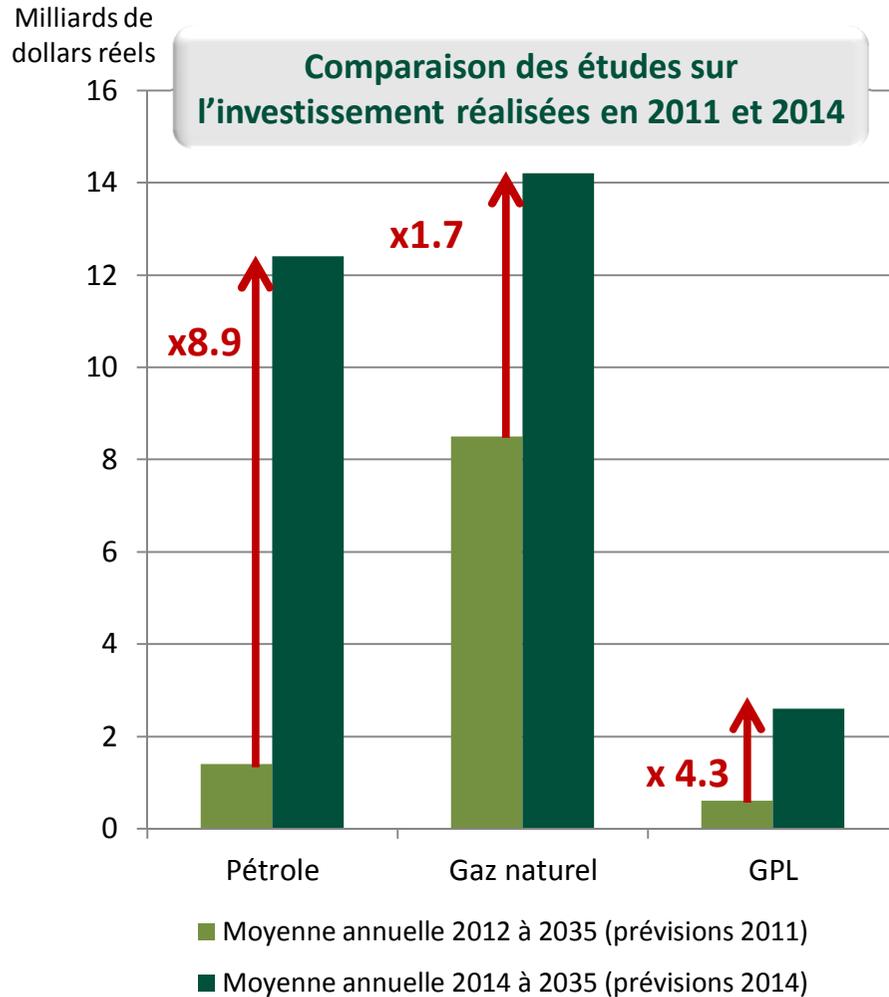
Source :

Gauche : IEA Data, 2012

Droite : Stifel, novembre 2013

* estimations

© Pétrole et gaz de schiste : un moteur pour les investissements dans le secteur de l'énergie



Valeurs exposées à ce thème

Services pétroliers

- ✓ Schlumberger

Construction et engineering

- ✓ Jacobs Engineering Group
- ✓ Fluor Corporation

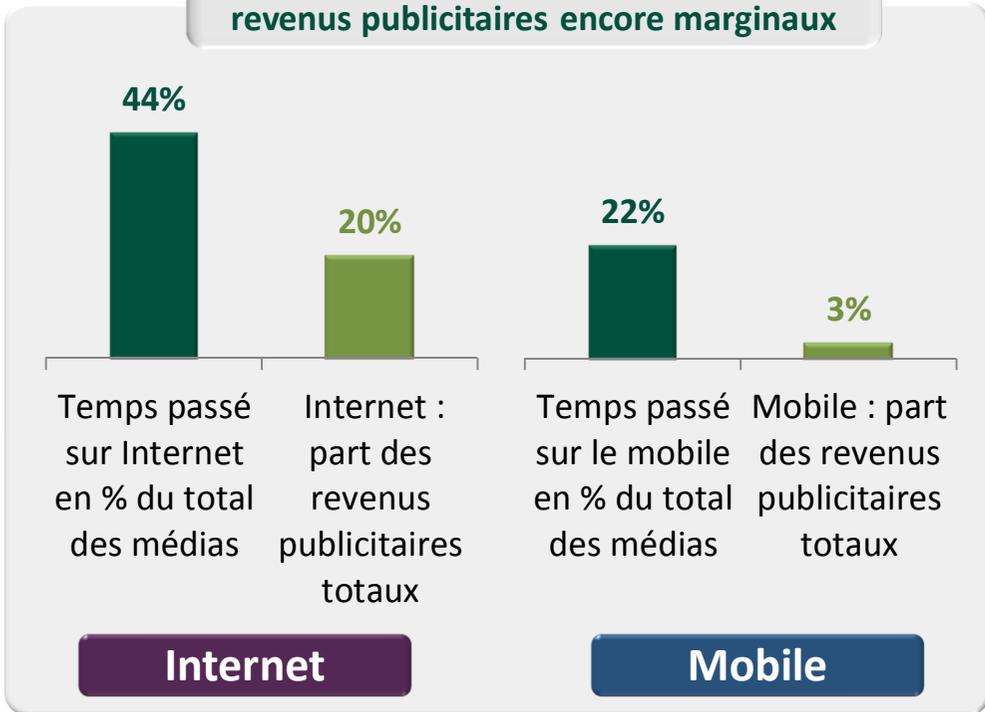
Source: INGAA Foundation, Inc

*Les dépenses d'investissement de l'étude de 2011 ont été converties de 2010 à 2012 en utilisant un taux d'inflation de 4%.

© Monétisation des services Internet : Un thème encore sous-valorisé

Valeur exposée au thème :
Facebook, le leader mondial des réseaux sociaux

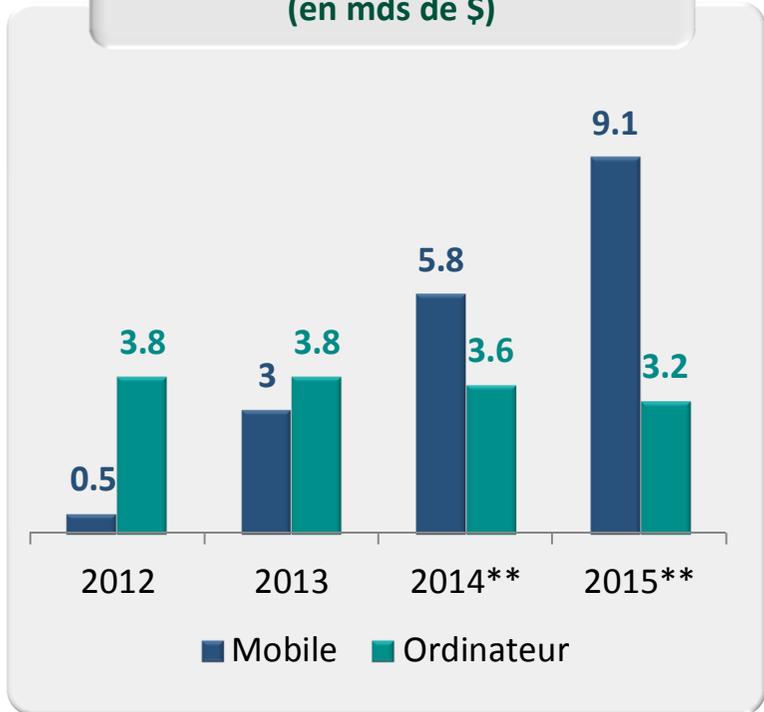
Mobile : utilisation en forte hausse, des revenus publicitaires encore marginaux



2013 : temps moyen passé par jour sur les principaux médias par un adulte américain

Internet	2h37
Mobile	2h39
Médias traditionnels*	6h43
Total	12h05

Facebook : revenus publicitaires (en mds de \$)

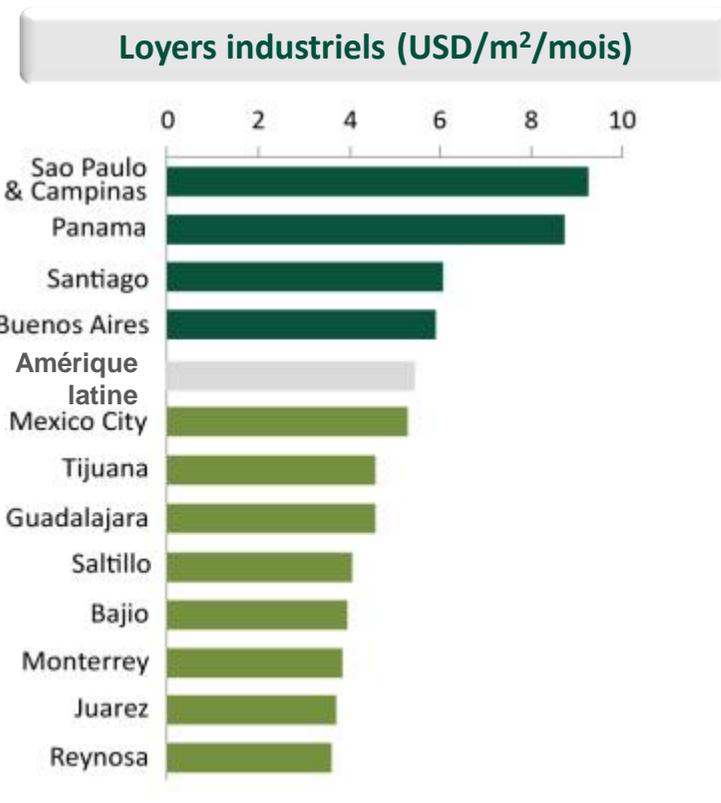
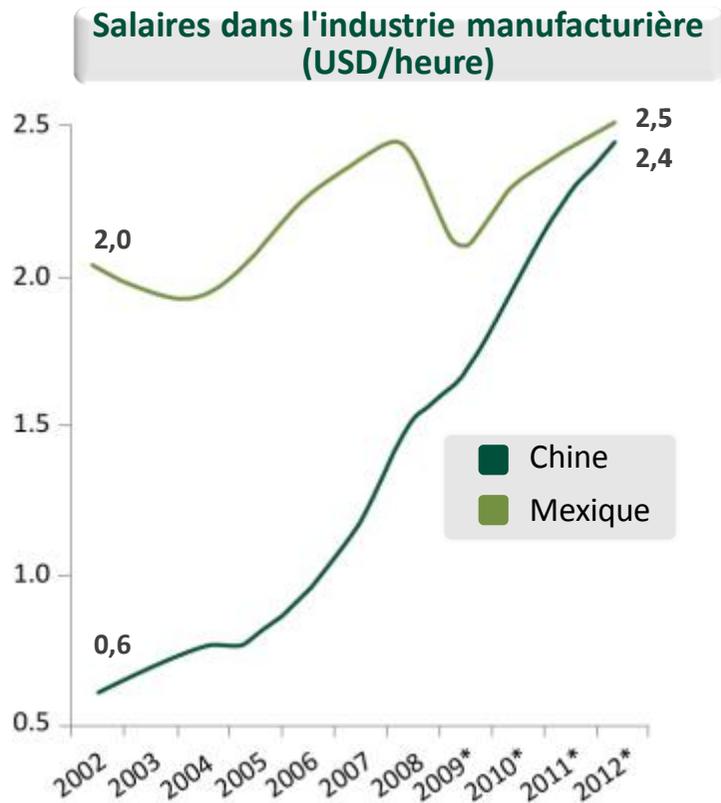


* Media traditionnels : TV, radio, journaux, magazines.

**prévisions

Source : Com score, eMarkter, BofA Merrill Lynch Global Research, décembre 2013

© Mexique : bénéficiaire du renouveau industriel américain



Comment investissons-nous sur ce thème ? => Fibra Uno Administracion

- ▶ Essentiellement un portefeuille d'immobilier industriel au nord du Mexique, proche de la frontière américaine et des dépôts de gaz de schiste
- ▶ L'industrie mexicaine va profiter d'un gaz peu onéreux et de sa proximité avec les États-Unis
- ▶ Rendement de 8 % et majorité de ses contrats locatifs libellés en USD

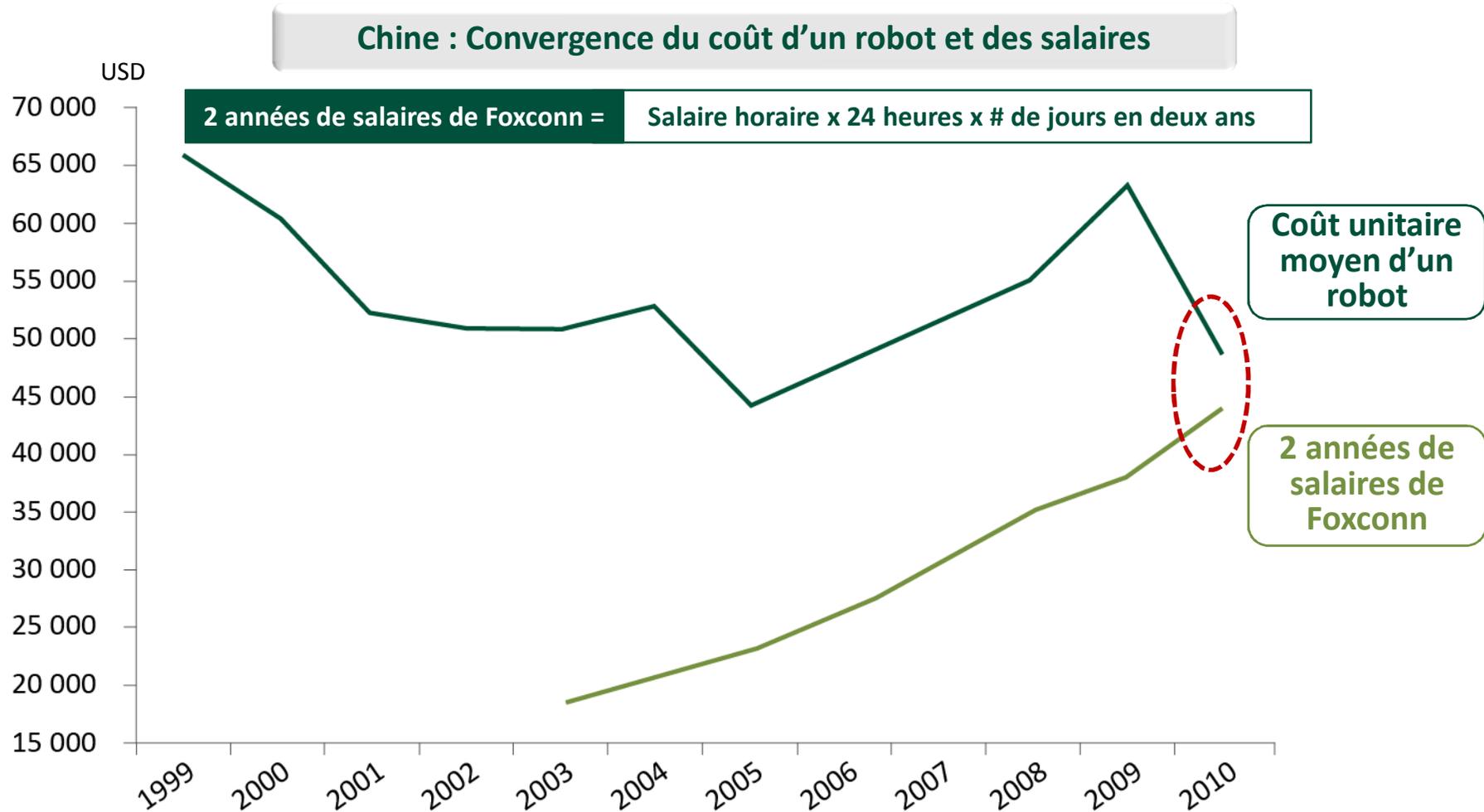
Source :

Droite : CBRE, Recherche Morgan Stanley, mars 2014

Gauche : ILO, SHCP, INEGI, Morgan Stanley Latam Economics, Recherche Morgan Stanley, mars 2014

* Estimations pour la Chine

© Avec la fin du dividende démographique chinois, l'automatisation devrait augmenter sensiblement

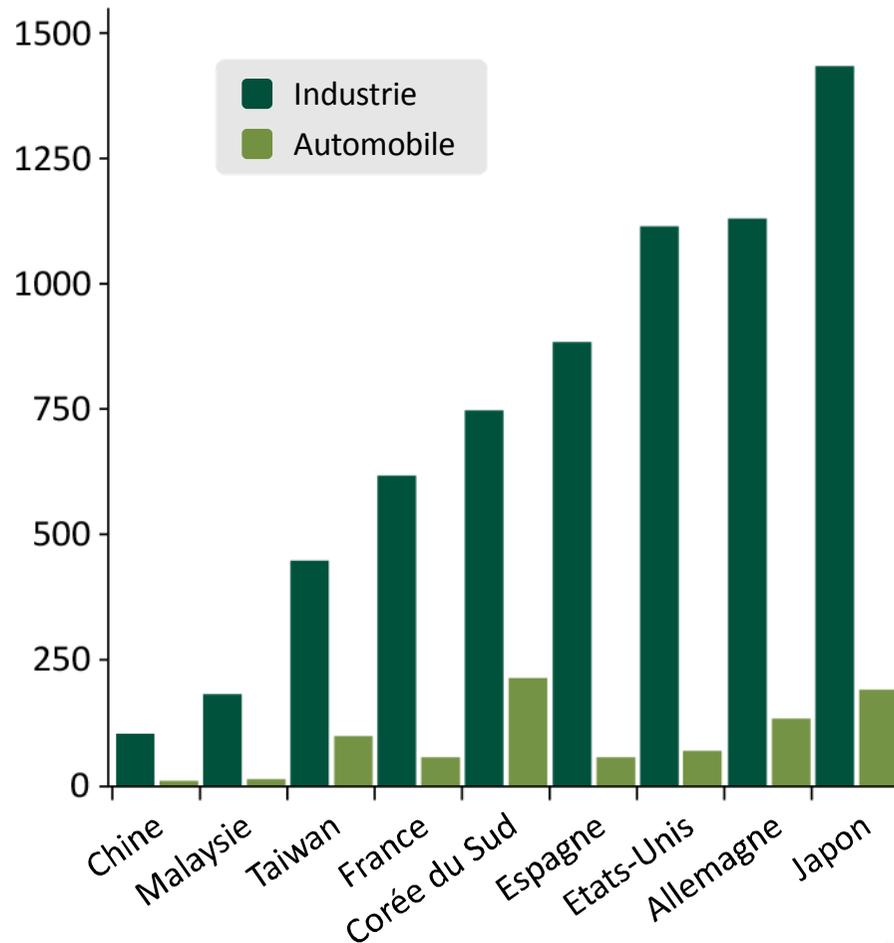


Source: IFR, Gavekal, 2013

© Fanuc: une histoire de croissance à long terme

50% des ventes en Asie ex-Japon

Nombre estimé de robots multitâches pour 10000 employés dans l'industrie



Fanuc, un leader dans l'automatisation et les robots industriels

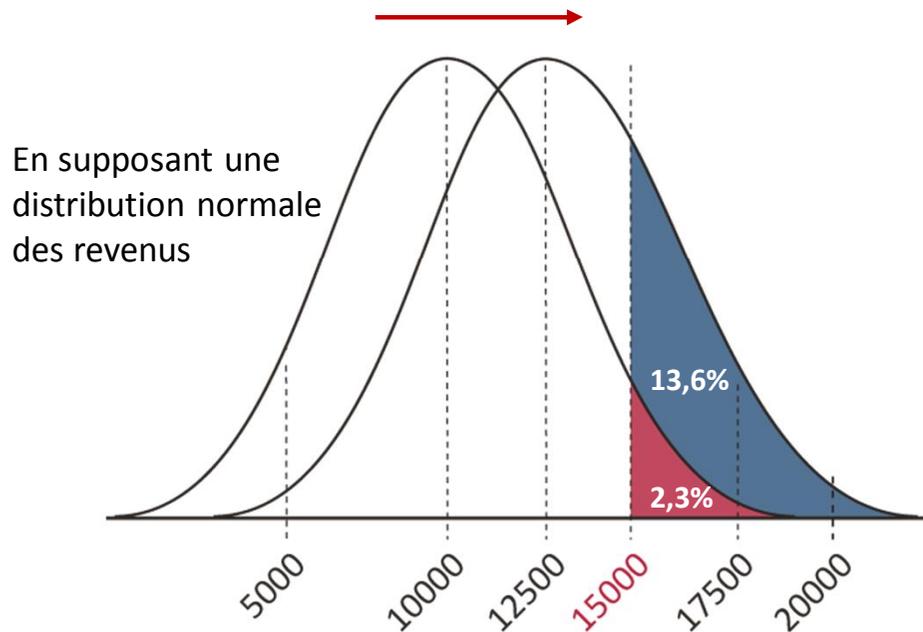
- La faible pénétration des robots industriels dans les pays émergents est une grande opportunité de croissance
- La compétition est limitée par les fortes barrières à l'entrée
- Les marges sont protégées par des produits à forte valeur ajoutée

Source: IFR, Gavekal, 2013

© Chine : la hausse du revenu moyen modifie la structure de la consommation

Illustration de l'accélération du phénomène : Pourquoi la croissance des marchés peut être exponentielle par rapport à la croissance du revenu

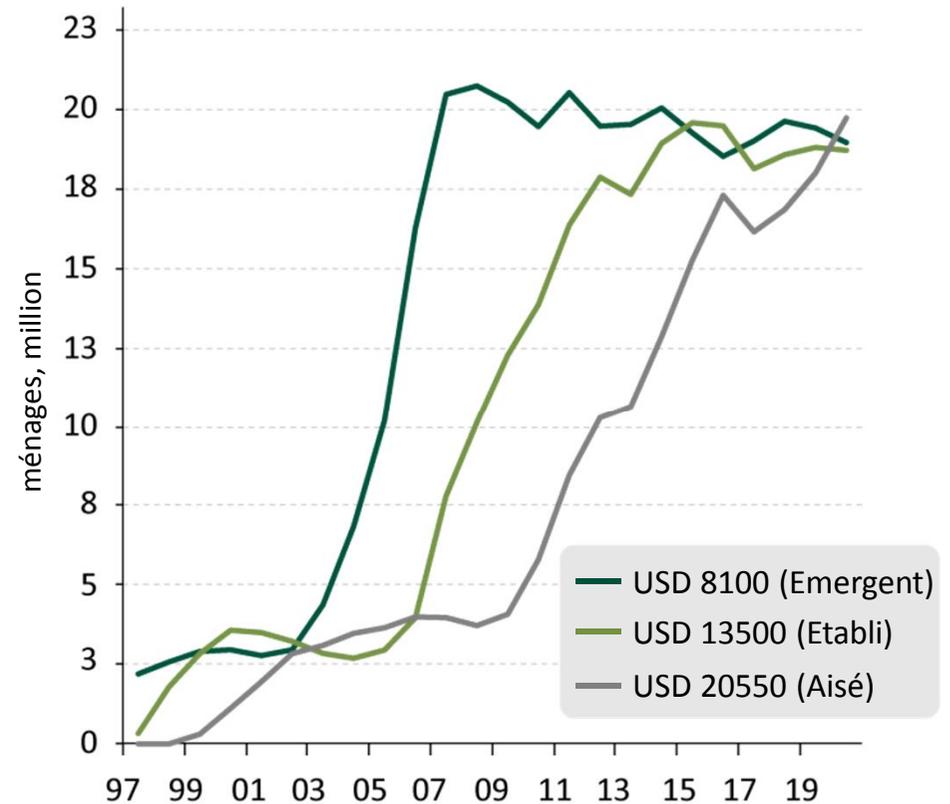
Avec une hausse du revenu moyen de 25%...



...la part de la population avec des revenus supérieurs à US\$15,000 est multipliée par presque 7, de 2,3% à 15,9%

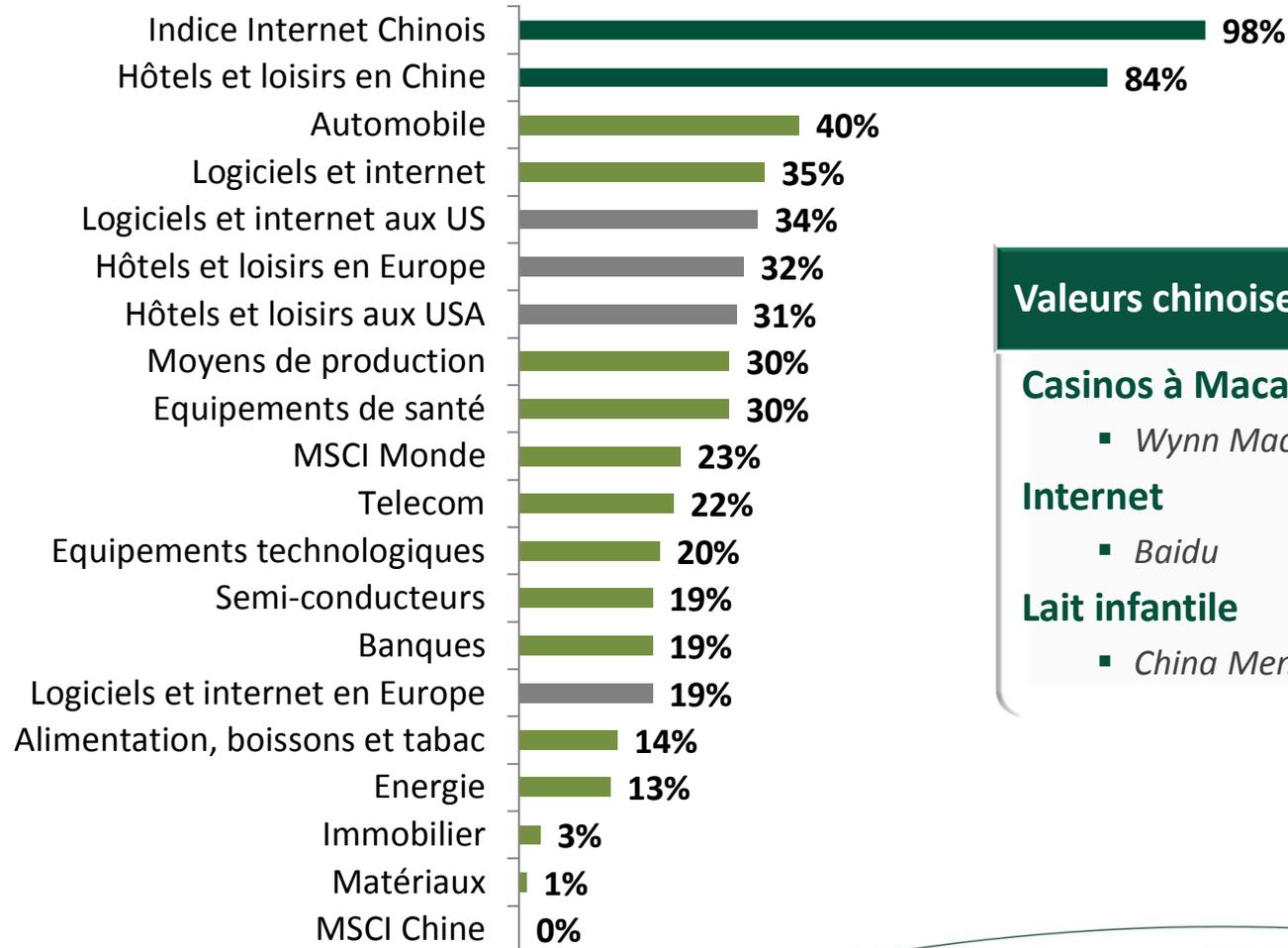
Source : Gavekal

Total des ménages chinois passant chaque seuil de revenu en 1 an



© Le marché chinois offre toujours de belles opportunités

Performance 2013 des secteurs du MSCI AC Monde vs. secteurs chinois internet et hôtels & loisirs



Valeurs chinoises de consommation

Casinos à Macau

- *Wynn Macau, Sands China*

Internet

- *Baidu*

Lait infantile

- *China Mengniu Dairy*

Source : CICC Equity Strategy Research, mars 2014

© Mais la gestion de conviction n'est pas faite pour tout le monde!

► La gestion de conviction nécessite :

- De résister à la pression du marché
- Un capital de confiance de la part des clients, capables d'accompagner le fonds dans la durée
- Une structure de décision (circuits décisionnels réactifs) et un système d'évaluation du gérant adapté (un style de gestion difficilement adapté aux grandes maisons non entrepreneuriales)

► Elle est « challengée » :

- Dans les périodes de « range », de marché sans tendance où les stratégies de conviction peinent à être récompensées (ie marchés de flux)

► Elle est décisive :

- Dans les périodes de forts bouleversements des marchés (analyses des risques : cf 2008-2009)
- Dans les périodes de développement marquées de tendances structurelles

© Avertissement

Ce document est destiné à des clients professionnels. Ce document ne peut être reproduit, diffusé, communiqué, 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. Les informations contenues dans ce document peuvent être partielles et sont susceptibles d'être modifiées sans préavis.

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Les frais sont inclus dans les performances. Les performances des Fonds présentées sont celles de la parts A EUR acc.

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. Les risques et frais sont décrits dans le KIID. Le prospectus, le KIID et les rapports annuels sont disponibles sur le site internet. Les prospectus, KIID et les rapports annuels sont disponibles sur le site internet www.carmignac.ch et auprès de notre représentant en Suisse : Banque Genevoise de Gestion, 15 rue Toepffer, CH-1206 Geneva.

Copyright: Les données publiées sur cette présentation sont la propriété exclusive de leurs titulaires tels que mentionnés sur chaque page.

Document non contractuel, achevé de rédiger le 31/07/2014

Carmignac Gestion – Société de gestion de portefeuille (agrément AMF n° GP 97-08 du 13/03/1997)

SA au capital de 15 000 000 € - RCS Paris B 349 501 676

24 Place Vendôme – 75001 Paris – Tél : (+33) 01 42 86 53 35 - Fax : (+33) 01 42 60 19 44

Carmignac Gestion Luxembourg, Filiale de Carmignac Gestion

Société de gestion d'OPCVM (agrément CSSF du 10/06/2013)

SA au capital de 3 000 000 € - RC Luxembourg B67549

City Link - 7, rue de la Chapelle - L-1325 Luxembourg – Tél : (+352) 46 70 60 1 - Fax : (+352) 46 70 60 30