

Troisième trimestre 2010

Perspectives économiques et stratégie d'investissement

I - Perspectives économiques

► L'Europe reste sous pression

La situation européenne reste celle d'une économie soumise à de fortes pressions déflationnistes, amplifiées par la rigueur budgétaire imposée par les marchés. Certes, la nette baisse de l'euro depuis novembre dernier et le maintien d'une politique monétaire nécessairement expansionniste compensent en partie les effets de la rigueur budgétaire, en donnant notamment de l'oxygène aux entreprises exportatrices européennes. Les plans de rigueur mis en place dans la plupart des pays membres sont-ils assez ambitieux pour rassurer structurellement les marchés ? Nous en doutons. Mais au moins, conjugués avec le plan de soutien conjoint de la BCE et du Fonds Monétaire International, sont-ils de nature à apporter un répit. Au-delà, l'Europe demeure durablement fragilisée par un endettement public élevé dont la réduction ne sera pas facilitée par la faiblesse de ses perspectives de croissance. Aussi d'autres crises de confiance sur la dette de certains Etats membres nous semblent-elles à terme inévitables.

► Les Etats-Unis enregistrent une pause de milieu de cycle, dans l'attente d'une relance des exportations

Aux Etats-Unis, le rebond économique marque le pas. Un certain nombre d'indicateurs avancés comme la confiance des consommateurs ou l'indice ISM manufacturier ont commencé à se retourner et le marché immobilier montre des signes de faiblesse persistante (mises en chantier en baisse de plus de 30%, au plus bas du cycle entamé en 2006). Le mouvement de restockage, qui avait contribué pour 70% aux 2,7 points de croissance au premier trimestre, ralentit et est à l'origine de l'essentiel de l'inflexion conjoncturelle, inévitable à ce stade du cycle. Si l'affaiblissement de la croissance américaine est sensible, il en va différemment pour les entreprises américaines, qui continuent de profiter des effets de leur rationalisation et de leur compétitivité retrouvée à l'export. Pour autant, ébranlées par la brutalité sans précédent de la chute d'activité fin 2008, les entreprises américaines restent encore très prudentes, tant en termes de production que de créations d'emplois. Elles restent méfiantes vis-à-vis du consommateur américain qui, réduction de l'effet de levier oblige, ne peut plus être l'agent économique qui aidait traditionnellement les entreprises à retrouver le chemin de la croissance après une récession. Dans ce contexte, nous estimons que le facteur déclenchant pour les entreprises américaines sera la fin des politiques monétaires restrictives dans les principaux pays émergents, ce qui constituera une garantie de nouveaux débouchés pour les exportations américaines.

► **Le dynamisme de la Chine ne se dément pas et bénéficiera de la réappréciation du yuan**

Dans l'univers émergent, les autorités chinoises ont poursuivi leur resserrement monétaire principalement mis en œuvre pour ralentir l'activité en limitant le montant des crédits accordés aux entreprises et empêcher la formation d'une bulle immobilière. Cette politique commence à produire des effets tangibles. Par ailleurs, la décision des autorités chinoises de revenir à un mécanisme de change plus souple nous a rassurés sur la capacité du pays à poursuivre sa croissance et à jouer un rôle positif majeur dans le rééquilibrage global. En effet, cette décision sur le yuan ajoutée à celle de ne pas s'opposer aux augmentations de salaires – voire à les encourager - témoigne de la volonté des autorités de s'appuyer davantage sur la consommation domestique pour croître, tout en traitant la question de l'inflation.

► **Le rééquilibrage mondial en faveur des pays émergents est plus que jamais une réalité**

Après avoir montré leur aptitude à croître malgré la récession dans l'univers développé, les pays émergents sont désormais sur le point de montrer que s'il existe une dépendance entre ces deux univers, son sens s'est inversé. La soutenabilité de la croissance mondiale dépend maintenant en priorité de la qualité des politiques économique et monétaire mises en œuvre dans l'univers émergent, qui nous ont heureusement habitués ces dernières années à un pilotage de qualité. Ainsi, la réduction de l'effet de levier, par la baisse des dépenses publiques et privées qu'elle impose dans les économies avancées, hâte le rééquilibrage mondial au-delà de nos attentes.

II - Stratégie d'investissement

I – Actions internationales

► Nous maintenons notre positionnement sur l'appréciation du dollar face à l'euro

La fin des politiques monétaires restrictives dans l'univers émergent approche. Elle contribuera au renforcement des devises émergentes. Elle sera aussi notablement plus profitable aux Etats-Unis qu'à l'Europe, dans l'obligation impérieuse d'améliorer l'état de ses finances publiques à marche forcée. Ainsi, le dollar devrait poursuivre son ascension après la correction récente qui aura accompagné le ralentissement outre Atlantique. La sous-représentation de l'euro reste donc un axe essentiel de notre gestion et ce en dépit du rebond technique – que nous estimons temporaire - affiché par l'euro en ce début de troisième trimestre.

► Dans l'attente d'un catalyseur, nous conservons une structure de portefeuille équilibrée

L'attente de la fin du resserrement monétaire chinois pourra s'opérer dans un contexte tendu qui n'exclut pas la poursuite de la correction des marchés d'actions initiée en avril dernier après 13 mois de forte hausse. Cependant, la baisse qui a atteint près de 20% pour les grands indices occidentaux constitue déjà une prise en compte explicite des hésitations macroéconomiques actuelles et concourt à des valorisations qui, compte tenu des taux d'intérêt très bas, semblent déjà attrayantes... Dans l'attente d'un catalyseur, notre gestion globale conserve la structure de portefeuille qui lui a permis de bien négocier les sautes d'humeur des marchés au cours du trimestre écoulé.

► Le thème de l'amélioration du niveau de vie dans les pays émergents a été renforcé

Le thème de l'élévation du niveau de vie dans les pays émergents a été renforcé, passant de 27,7% du portefeuille de Carmignac Investissement à 29,9%. Nous avons en effet encore accru le poids des entreprises asiatiques, qui représentent désormais près de 79% des valeurs qui composent cette thématique. La décision chinoise de reprendre, même de façon très progressive, le processus d'appréciation du yuan est en effet une excellente nouvelle pour toute la région. Les principaux renforcements de positions ont concerné Bank Central Asia et Astra International (conglomérat) en Indonésie, ainsi que DLF Limited (promotion immobilière) et GMR Infrastructures en Inde.

► La composante aurifère reste importante dans un contexte de répliques toujours possibles en Europe

La crise européenne, dont nous craignons de nouvelles secousses dans les mois à venir, pourrait conduire à un dérapage budgétaire supplémentaire renforçant le rôle de l'or comme valeur refuge. Dans ce contexte, nous avons augmenté la pondération des mines d'or de 10,8% à 14,7% au sein de Carmignac Investissement, notamment à travers le renforcement de nos lignes sur Newmont, Red Back Mining, Goldcorp et Barrick Gold.

► Le thème de la croissance américaine a été réduit

Le thème de la croissance américaine a été nettement réduit, passant de 17,8% à 11,7% du portefeuille de Carmignac Investissement, dès les premiers signes tangibles de ralentissement outre Atlantique. Les banques américaines, que nous avons incluses dans cette thématique, ont été conservées en dépit de leur comportement décevant au cours du

trimestre écoulé. Nous continuons de penser que, contrairement aux banques européennes, le nettoyage des bilans a été fait et que, compte tenu de la nécessité d'un système bancaire le plus solide possible en période de réduction de l'effet de levier, les autorités américaines feront preuve de réalisme et adopteront des changements réglementaires de nature à ne pas pénaliser le secteur outre mesure.

► **Ressources naturelles : le secteur de l'énergie constitue un réservoir de valeur important**

Dans un contexte de ralentissement économique américain, le secteur des métaux de base a fait l'objet d'allègements, sa pondération passant de 10,6% à 6,6% des encours de Carmignac Investissement. A la suite des conséquences de la catastrophe de BP dans le golfe du Mexique, le secteur des services pétroliers a souffert de décisions politiques touchant à son activité en application d'un principe de précaution compréhensible dans le contexte que nous connaissons, mais forcément éphémère. La plate-forme concernée appartenant à Transocean et le gisement étant minoritairement détenu par Anadarko Petroleum, ces deux sociétés présentes dans notre portefeuille ont été pénalisées. Notre compréhension de leur responsabilité dans l'accident nous a conduits à renforcer ces deux lignes après des baisses de plus de 40%. Simultanément, nous avons soldé notre position dans le norvégien Seadrill et réduit les lignes Schlumberger et National Oilwell. Ce thème d'investissement, après sa sous-performance massive, constitue un réservoir de valeur important qui pourrait commencer à montrer son potentiel dans les semaines qui viennent avec le succès des opérations de fermeture du gisement.

II – Moteurs de performance obligataires

► **Emprunts d'Etat : nous maintenons notre défiance à l'égard des signatures de deuxième rang**

Le trimestre écoulé a largement confirmé que la réduction de l'effet de levier dans l'univers développé est entrée dans une étape nouvelle, où la normalisation économique ne peut plus être impunément assurée par la transformation de dette privée en dette publique. Ceci étant, le risque économique principal étant celui de la déflation dans l'univers développé, nous estimons encore justifiée la recherche de sensibilité sur les maturités longues des courbes allemande et américaine, la modestie des rendements offerts nous incitant cependant à un regain de vigilance. La capacité perçue par les marchés d'un émetteur à rembourser sa dette étant essentielle en ambiance déflationniste, nous maintenons notre défiance à l'égard des signatures souveraines de deuxième rang. Le poste emprunts d'Etat représente 7,5% des actifs de Carmignac Patrimoine.

► **Emprunts privés : de la valeur sur les entreprises américaines et européennes**

L'allocation en emprunts privés de Carmignac Patrimoine représente 33% des actifs. Si au cours du trimestre écoulé, les primes de risques ont cessé de se contracter, nous privant de leur principal moteur d'appréciation, les fondamentaux de la classe d'actif continuent de s'améliorer. Ainsi, les émissions des entreprises américaines et européennes, pour les plus robustes d'entre elles, nous semblent receler de la valeur et peu de risques sur les échéances courtes. Nous avons profité en fin de trimestre, de la pression exercée sur certains secteurs pour saisir des opportunités à des niveaux de valorisation attrayants. Nous avons ainsi inclus dans le portefeuille des obligations 5 ans Anadarko à 9%, à des niveaux qui intégraient largement les risques attenants à la marée noire. De la même manière, sur le secteur bancaire européen, des hypothèses de stress jugées crédibles, accompagnées d'une campagne de recapitalisation qui suivra la publication des résultats des tests de stress le 23 juillet, pourraient nous encourager à nous renforcer sur ce segment. D'une manière générale, la faiblesse des rémunérations sur les obligations d'Etat de premier rang incitera les investisseurs à chercher des rendements plus élevés vers les emprunts privés, ce qui devrait constituer un moteur de performance appréciable.

► **Nos positions en dettes locales émergentes ont été légèrement renforcées**

Le poste dettes locales émergentes de Carmignac Patrimoine a progressé de 6% à 7% des actifs. Les temps changent. Si, autrefois, les dettes locales émergentes auraient subi les foudres de la contagion, elles se sont bien comportées au cours du trimestre écoulé. Ainsi, les taux turcs et mexicains cédaient 0,25% et 0,70% et se conjuguèrent avec une appréciation de leurs devises de 5,7% et 6% respectivement. Au Brésil, l'action musclée de la Banque centrale a conduit à une hausse des taux 2 ans de 0,35% largement compensée, là aussi, par une appréciation de près de 9% de la devise. Nous restons confiants sur cette partie du portefeuille et avons récemment renforcé nos positions sur l'Indonésie.

► **Le poste liquidités a été sensiblement renforcé et notre positionnement à l'égard de l'euro maintenu**

Au sein de Carmignac Patrimoine, l'allocation en instruments liquides a sensiblement augmenté de 8,7% à 19% des actifs. Au cours du trimestre écoulé, 14% de ces liquidités ont été placés sur le marché américain et ont permis au Fonds de bénéficier de l'affaiblissement de l'euro. Dans un contexte où le dollar devrait continuer de profiter du différentiel de croissance en faveur de l'économie américaine, nous maintenons notre positionnement défensif à l'égard de l'euro.

Contact pour la presse :

CARMIGNAC GESTION

Josipa FINK

Tél : +33 1 70 92 33 74

jfink@carmignac.com

CITIGATE DEWE ROGERSON

Johanne ZAGURY

Tél : +33 1 53 32 78 91

johanne.zagury@citigate.fr

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 47 milliards d'euros d'encours sous gestion, Carmignac Gestion propose 18 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 distribués dans 11 pays : la France, le Luxembourg, la Suisse, la Belgique, l'Italie, l'Allemagne, l'Espagne, l'Autriche, les Pays-Bas, la Suède et Singapour. 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.