

La Lettre mensuelle

// ÉDITO

La fin des tabous

Début novembre, Georges Papandréou faisait échouer la tentative d'un accord de sauvetage multipartite lors de l'ultime réunion du G20 de l'année, en annonçant son projet de referendum. Soudainement la perspective, jusque-là exclue, d'une décision souveraine de sortie de la zone euro devenait par la force des choses une hypothèse de travail. Un autre tabou était brisé à Cannes, celui de l'intrusion directe de dirigeants dans la politique intérieure d'autres pays européens. L'Italie se dotait peu après d'un gouvernement technocratique, avalisé par Berlin. L'accélération spectaculaire de la crise européenne depuis cet été oblige désormais les dirigeants européens, et peut-être bientôt la Banque centrale européenne à devoir commencer à penser l'impensable. C'est peut-être une bonne nouvelle.

L'expérience de l'interdépendance en Europe.

En annonçant le 28 novembre que la crise financière menaçait désormais la note de tous les pays de la zone euro, l'agence de notation Moody's rappelait que l'affliction européenne relève de problèmes systémiques, qui ne sauraient être réglés par des remèdes nationaux. L'Europe dans son ensemble est aujourd'hui confrontée à des risques financiers exceptionnellement graves, qui appellent des thérapeutiques à due proportion. Chacun voit bien que la hausse des coûts de refinancement de la dette publique en Espagne et en Italie témoigne d'un espoir chaque jour plus ténu d'une réduction de la dette de ces pays dans un contexte de récession. Et la France pourrait s'engager sur le même chemin (la prime de risque qu'elle subit pour refinancer sa dette publique atteignait à mi-novembre le niveau que connaissait l'Italie il y a six mois). L'Allemagne elle-même fait désormais l'expérience de l'interdépendance : les commandes à son



industrie manufacturière se sont contractées de -4,3% en septembre, dont -12% en provenance de la zone euro. Et les investisseurs, rassasiés d'emprunts d'Etat allemands anti-crise, commencent à réclamer, pour en acquérir encore davantage, une rémunération un peu plus élevée. Par conséquent, sauf à devoir anticiper une dislocation de la zone euro, il devient inévitable que des remèdes jusqu'ici tabous soient envisagés pour casser cette contagion mortelle. En particulier, la Banque centrale européenne doit désormais être mandatée pour agir de façon décisive (taux zéro,

statut de prêteur en dernier ressort, financement direct ou indirect du FESF, les possibilités sont multiples) pour assurer, comme toute Banque centrale, la stabilité du système financier. D'autant que l'ancienne méfiance à l'égard des gouvernements indisciplinés à Athènes ou à Rome, n'est plus recevable. Le projet d'une forme de financement obligataire, conjoint et solidaire, au sein de la zone ne peut plus être banni des discussions. Les effets suicidaires des politiques d'austérité excessives vont devoir aussi être reconnus. Enfin, un plus fort degré d'intégration budgétaire devra être l'objet d'un projet concret.

L'appel à l'action, notamment de la BCE, devient assourdissant et ne saurait être ignoré beaucoup plus longtemps. Gageons que l'éloignement de la crise systémique justifiera alors d'avoir abaissé un peu notre garde à l'égard des marchés actions en cette fin d'année.

« Ce n'est pas fait tant que ce n'est pas livré »
(Steve Jobs)

Mais ne perdons pas de vue que la perspective d'une récession sévère en Europe en 2012 demeure prégnante. Car même si l'intervention coordonnée de plusieurs Banques centrales annoncée le 30 novembre allégera des difficultés devenues très aiguës de financement en dollars pour certaines banques européennes, la cure d'amincissement imposée au secteur, comme nous le redoutions dans notre lettre mensuelle de septembre, a déjà commencé. Et elle s'ajoute aux plans d'austérité pour peser lourdement sur l'activité économique de la zone. Rappelons que l'économie européenne ne peut se passer du soutien de ses banques : le crédit bancaire représente aujourd'hui 170% du Produit Intérieur Brut européen, soit un degré de bancarisation deux fois plus élevé qu'aux Etats-Unis.

La résilience de l'économie américaine à l'épreuve du blocage politique.

Aux Etats-Unis, l'échec du «super-comité» parlementaire à s'accorder sur un plan de réduction budgétaire sur dix ans confirme que c'est bien un « risque politique » qui entrave désormais le pays. En conséquence, la perspective du vote de mesures de soutien à l'économie américaine en 2012, année électorale, s'amenuise encore un peu. Reste le légendaire dynamisme du secteur privé. Les ventes au détail lors du long week-end de Thanksgiving ont été bonnes (même si cette vitalité repose au moins en partie sur une baisse du taux d'épargne des ménages, par nature limitée, retombé de 5% à 3,5% depuis juin). Les indicateurs des directeurs d'achats, l'indice ISM manufacturier de novembre, témoignent d'une belle résilience de l'économie. Acceptons-en l'augure, même si notre indicateur avancé continue de nous faire craindre la poursuite du ralentissement en tendance sur 2012.

La leçon de pragmatisme des pays émergents.

Certains investisseurs craignent que la contraction du secteur bancaire européen agisse comme une courroie de transmission de la crise aux pays émergents. Cette inquiétude se fonde sur la présence très importante des banques européennes dans les financements internationaux (elles assurent davantage de prêts en dollars au reste du monde que les banques américaines elles-mêmes). Et elle est certainement justifiée dans le cas de

l'Europe Centrale, qui requiert d'importants financements extérieurs pour combler ses déficits courants. Mais l'Amérique Latine, et surtout l'Asie émergente ne présentent pas la même vulnérabilité. En effet, l'essentiel de l'activité des banques européennes dans ces régions se concentre sur le financement du commerce international (activité peu technique où elles sont facilement remplaçables si nécessaire). L'activité domestique des pays émergents, sur laquelle, faut-il le rappeler, reposera leur croissance dans les prochaines années, est essentiellement financée par les banques locales. De plus, la plupart de ces pays présentent des soldes courants excédentaires, générateurs de réserves de change et non de besoins de financement.



Par conséquent, il n'y a pas lieu selon nous de craindre un impact fort de l'affaiblissement des banques européennes sur les principales économies émergentes.

Pendant ce temps, leurs Banques centrales semblent donner de nouveau une leçon de pragmatisme à la BCE. Les rythmes d'inflation ayant désormais amorcé leur décrue, les politiques monétaires ont commencé de s'infléchir au Brésil, en Indonésie, en Thaïlande. En Chine, où la politique monétaire utilise une grande variété d'outils, les taux sont pour l'instant restés inchangés, mais les quotas de crédits bancaires ont été relevés pour la fin d'année, et les prêts ciblés aux PME sont encouragés. Les ratios de réserves obligatoires des banques viennent d'être abaissés de 50 pb. Les grands pays émergents sont visiblement déjà en train de s'organiser pour pouvoir s'assurer une activité économique en 2012 découplée des vicissitudes européennes.

Comme nous l'anticipions il y a 12 mois, l'année 2011 aura été pénible. Souhaitons que la gravité de la crise finisse par avoir raison des idiosyncrasies nationales en Europe et parvienne à engendrer une BCE décomplexée. Cette période historique aura au moins permis aux investisseurs de prendre la juste mesure des rapports de force entre économies mondiales. La zone euro et, dans une moindre mesure les

Etats-Unis, voient aujourd'hui l'ensemble de leur système financier exposé au puissant effet déflationniste du désendettement. A contrario, l'autonomie financière des grandes économies émergentes asiatiques et latino-américaines constitue plus que jamais une arme de différenciation massive. Même s'ils ne peuvent prétendre s'affranchir complètement à court terme du contrecoup de la crise européenne, les grands pays émergents sont fondamentalement en ordre de marche et porteurs d'un immense potentiel.

2012 s'annonce ainsi comme une année encore complexe, durant laquelle approche globale, gestion active des risques, et courage de ses convictions constitueront des atouts décisifs. Ce paysage, pour inconfortable qu'il soit, ne nous effraie donc pas. Dans cette perspective lucide mais sereine, toute l'équipe de Carmignac Gestion vous remercie de la confiance que vous lui avez témoignée encore cette année, et vous souhaite de passer de très bonnes Fêtes de fin d'année.

Didier Saint-Georges

Achévé de rédiger le 3 décembre 2011

● **Les devises :** l'euro de retour vers ses plus bas de septembre

Après avoir rebondi brutalement en octobre, l'euro a de nouveau fléchi en novembre, terminant le mois en baisse de 3,5% contre dollar et 3,9% contre le yen. Pour autant cet affaiblissement demeure assez ténu au regard de la gravité de la crise de la zone euro (voir l'Edito). Il faut croire que, jusqu'à présent, les investisseurs étrangers ont pu apaiser leurs craintes en se contentant de transférer leurs avoirs en euro du sud au nord de l'Europe. Au cours du mois de novembre, le rapatriement par les banques françaises

et allemandes de leurs avoirs à l'étranger a probablement aussi soutenu, de façon bien paradoxale, la parité de l'euro. Il est peut-être révélateur qu'à contrario, dans les derniers jours du mois, marqués par un nouveau retour de l'espoir sur les marchés, l'euro en ait relativement peu bénéficié. Nous continuons d'utiliser une surpondération au dollar américain dans nos portefeuilles comme outil de réduction du risque sur la zone euro.

● **Les taux :** la contagion s'est enclenchée

Le mois a été marqué par une accélération de la contagion à travers l'Europe des difficultés de financement public, malgré le répit constaté dans les derniers jours. L'élargissement des spreads de crédit sur les dettes souveraines espagnoles et italiennes a atteint jusqu'à respectivement 155 et 180 points de base, et 90 points pour la France, avant de se resserrer rapidement sur les deux derniers jours du mois. Cette tendance s'est naturellement ressentie sur les spreads de crédit des emprunts privés. L'efficacité des taux allemands comme outils de gestion de ce risque ayant

clairement diminué (le 10 ans allemand ayant pris sur le mois 25 points de base à 2,27%), notre gestion obligataire, demeurée défensive en novembre, a élargi sa palette d'instruments de gestion du risque de crédit, notamment par l'achat ciblé de quelques CDS. Notre gestion s'est orientée en fin de mois vers un biais moins défensif, et une part des couvertures a été levée. La sensibilité taux a également été légèrement réduite pour s'établir à 5,3 pour **Carmignac Patrimoine**, 7,3 pour **Carmignac Global Bond**, 3,4 pour **Carmignac Sécurité** et 2,7 pour **Carmignac Emerging Patrimoine**.

● **Les actions :** la pression sur les autorités européennes devient très forte

Après la grande illusion d'octobre, le mois de novembre aura été de nouveau marqué par la crainte des marchés à l'égard de l'aggravation manifeste de la crise au sein de la zone euro, jusqu'à ce qu'un brutal regain d'optimisme s'impose en fin de mois. La valse des chefs de gouvernements en Grèce et en Italie n'est pas parvenue à occulter le défi économique majeur que constituent les besoins de désendettement public dans un contexte de fort ralentissement économique. Ayant atteint leur seuil de résistance à la souffrance, beaucoup d'investisseurs se sont donc résignés à une position résolument défensive sur les marchés. D'où leur précipitation pour ne pas manquer un dernier rebond salvateur, comme sur les trois jours du mois. Après avoir baissé de 10% depuis le début du mois, les actions

européennes finissent ainsi la période sur une baisse de seulement 2,6% (ils surperforment l'univers émergent, en baisse de 6,75%). La volatilité des marchés risque de se poursuivre, écartelés qu'ils sont entre la gravité de la crise et, du même coup, la pression croissante qui s'exerce chaque jour davantage sur les dirigeants européens pour proposer rapidement des mesures enfin structurantes. Notre gestion, y compris sur les marchés émergents, a plutôt bien traversé ce mois de novembre et tous nos fonds actions surperforment largement leurs indices de référence. Elle s'est réexposée partiellement en fin de période, reflétant l'espoir que la Banque centrale européenne entende un peu les désormais multiples appels à l'action.

● **Les matières premières :** baromètre des incertitudes du marché

Mois très bousculé pour les matières premières. L'aversion au risque et les craintes de ralentissement économique global ont d'abord eu raison des plus cycliques, qui ont reperdu la moitié de leur rebond d'octobre, jusqu'à ce que dans les deux derniers jours, presque tout le terrain perdu soit repris. Le prix du Brent finit le mois au-dessus de 110 USD mais surtout pour de mauvaises raisons, les tensions géopolitiques concernant l'Iran, ce qui n'a guère permis aux services pétroliers d'en profiter. Ils annulent néanmoins complètement leur baisse sur le mois grâce au très fort rebond des derniers jours. Enfin, après s'être avérées de piètres alliées dans cette période pourtant à la recherche de refuges, victimes probablement des craintes d'une contraction globale des liquidités sur les marchés, les mines d'or finissent également

en légère hausse (+3,3%), grâce à un spectaculaire sursaut le 30 novembre. Dans ce contexte, Carmignac Commodities est parvenu à générer une performance positive (1,2%) en mettant en place des stratégies de protection du portefeuille sur les métaux de base et les services pétroliers, bien que le poids des aurifères et la sous-performance des sociétés de moyennes capitalisations aient été des facteurs pénalisants. Aux niveaux de valorisations atteints pendant le mois, c'est un fort ralentissement de la demande chinoise qui semble anticipé, ce qui nous apparaît excessif. La baisse des stocks de cuivre au LME comme à la Bourse de Shanghai en novembre témoigne d'ailleurs d'un affermissement de la demande réelle de métal. Le Fonds a donc relevé son niveau d'exposition en fin de mois à 89%.

● **Fonds de Fonds :** allocation d'actifs

Les Profils Réactifs terminent tous les trois en hausse sur novembre, surperforant largement leurs indices de référence grâce à une allocation très défensive sur la plus grande partie du mois. Ils ont notamment profité de la très bonne performance de **Carmignac Global Bond** +3,12%, **Carmignac Grande Europe** +1,85%, **Carmignac Patrimoine**, +1,79%,

Carmignac Market Neutral +2,19%, et **Carmignac Euro-Patrimoine** +1,22%. Sur les derniers jours du mois, les expositions ont été relevées à environ 50% des maxima pour saisir un répit des marchés à la faveur d'une décision encourageante anticipée des autorités européennes.

// PERFORMANCES DES FONDS

	Valeur liquidative	2011	1 an	3 ans	5 ans
Carmignac Investissement A	8164,36	-9,27%	-6,84%	51,80%	27,02%
Carmignac Investissement E	124,54	-9,90%	-7,54%	47,04%	19,53%
<i>MSCI All Countries World Free (Eur)</i>	199,32	-9,44%	-5,79%	28,70%	-17,83%
Carmignac Grande Europe A	120,49	-16,08%	-12,33%	22,54%	-18,46%
Carmignac Grande Europe E	69,61	-16,65%	-13,02%	19,87%	-
<i>DJ Stoxx 600</i>	240,09	-12,95%	-8,31%	16,40%	-31,75%
Carmignac Euro-Entrepreneurs	160,57	-14,28%	-7,67%	40,32%	-13,64%
<i>DJ Stoxx 200 Small</i>	150,94	-17,59%	-10,33%	46,16%	-25,81%
Carmignac Emergents	639,77	-12,71%	-10,48%	90,14%	8,19%
<i>MSCI Emerging Markets Free (Eur)</i>	159,70	-19,65%	-16,56%	66,05%	4,58%
Carmignac Emerging Discovery	924,38	-21,21%	-21,22%	103,63%	-
<i>Index CARMIGNAC Emerging Discovery (Eur)</i>	82,22	-26,19%	-24,57%	90,39%	-
Carmignac Innovation	194,22	-13,81%	-11,93%	5,14%	-36,22%
<i>Index CARMIGNAC Innovation (Eur)</i>	149,12	-1,60%	1,06%	36,43%	-3,08%
Carmignac Commodities	324,13	-20,54%	-15,22%	86,81%	16,92%
<i>Index CARMIGNAC Commodities (Eur)</i>	326,57	-13,46%	-7,14%	43,55%	8,58%
Carmignac Patrimoine A	5112,26	-2,89%	-2,89%	23,46%	34,16%
Carmignac Patrimoine E	131,12	-3,34%	-3,38%	21,15%	28,74%
<i>50% MSCI AC World Free (Eur) + 50% Citigroup WGBI (Eur)</i>	300,80	-2,18%	-0,83%	23,56%	12,78%
Carmignac Emerging Patrimoine A	96,52	-	-	-	-
Carmignac Emerging Patrimoine E	96,42	-	-	-	-
<i>50% MSCI EM Free (Eur) + 50% JPM GBI EM (Eur)</i>	92,93	-	-	-	-
Carmignac Euro-Patrimoine	273,36	-2,41%	0,39%	10,09%	-2,29%
<i>50% DJ Euro Stoxx 50 + 50% Eonia Capitalisé</i>	114,97	-7,86%	-5,52%	-0,14%	-14,76%
Carmignac Investissement Latitude	205,80	-9,29%	-8,10%	39,12%	32,83%
<i>MSCI All Countries World Free (Eur)</i>	201,48	-9,44%	-5,79%	28,70%	-17,83%
Carmignac Market Neutral	1026,04	-6,37%	-6,59%	-1,22%	-
<i>Eonia Capitalisé</i>	140,32	0,83%	0,87%	2,24%	-
Carmignac Profil Reactif 100	147,14	-13,78%	-11,97%	28,19%	-11,31%
<i>MSCI All Countries World Free (Eur)</i>	199,32	-9,44%	-5,79%	28,70%	-17,83%
Carmignac Profil Reactif 75	170,14	-10,83%	-9,62%	20,50%	-2,84%
<i>75% MSCI AC World Free (Eur) + 25% Citigroup WGBI (Eur)</i>	105,23	-5,81%	-3,26%	26,69%	-1,60%
Carmignac Profil Reactif 50	150,67	-6,68%	-6,14%	15,88%	4,90%
<i>50% MSCI AC World Free (Eur) + 50% Citigroup WGBI (Eur)</i>	119,22	-2,18%	-0,83%	23,56%	12,78%
Carmignac Global Bond	1009,10	3,60%	3,02%	-4,21%	-
<i>JP Morgan GGB</i>	501,43	5,78%	4,17%	16,16%	-
Carmignac Securite	1528,02	-0,32%	-0,38%	14,30%	19,72%
<i>Euro MTS 1-3 Y</i>	153,20	-0,88%	-0,42%	4,82%	15,22%
Carmignac Cash Plus	10481,21	1,09%	1,53%	3,96%	-
<i>Eonia Capitalisé</i>	140,47	0,83%	0,87%	2,24%	-
Carmignac Court Terme	3735,07	0,86%	0,92%	2,52%	10,55%
<i>Eonia Capitalisé</i>	140,47	0,83%	0,87%	2,24%	10,66%

Source Morningstar au 30/11/2011.

Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures. Elles ne sont pas constantes dans le temps et ne font l'objet d'aucune garantie.



CARMIGNAC GESTION
24, place Vendôme - 75001 Paris
Tél : (+33) 01 42 86 53 35 - Fax : (+33) 01 42 86 52 10
www.carmignac.fr

CARMIGNAC GESTION LUXEMBOURG
The plaza - 65, boulevard Grande Duchesse Charlotte - L-1331 Luxembourg
Tél : (+352) 46 70 60 1 - Fax : (+352) 46 70 60 30
www.carmignac.com

Carmignac Gestion, Société anonyme Société de gestion de Portefeuille (agrément n°GP 97-09 du 13/03/1997) - Code NAF : 6630Z au capital de 15 000 000 € - RCS Paris B 349 501 676
Carmignac Gestion Luxembourg, filiale de Carmignac Gestion SA, Société Anonyme au Capital de 3 000 000 € - R.C. Luxembourg B 67 549