

La Lettre mensuelle

// ÉDITO

Peut-on encore éviter une nouvelle récession ?

La volatilité a donc fait un retour en force sur tous les marchés d'actifs au cours du mois, plus riche en commentaires en tout sens qu'en décisions politiques courageuses, et avec en toile de fond une dégradation des perspectives économiques mondiales. A l'heure où la bataille fait rage pour déterminer qui de M. Baroso ou de M. Von Rompuy pilotera l'Union européenne demain, nous préfererions savoir s'il y a un pilote dans l'avion. Les commentaires relevés au cours de ce mois n'ont pas été rassurants. Ainsi Mme Merkel et M. Sarkozy se disent « convaincus que la Grèce demeurera dans l'euro ». Et au dernier sommet du FMI, les dirigeants des 17 (pays de la zone euro) se sont engagés « à faire tout le nécessaire » et à « assurer la stabilité de la zone dans son ensemble ».

La Grèce demeure au centre de toutes les discussions. Avec un PIB en recul de 6% sur les derniers 12 mois, un emploi en chute de 5 points et un pouvoir d'achat en baisse de 15%, qui peut encore raisonnablement penser imposer un nouveau train de mesures d'austérité au pays ? Qui peut encore croire en la solvabilité du pays ? Non seulement le déficit budgétaire ne parviendra pas aux objectifs fixés par la « troïka » (FMI, UE et BCE), mais n'oublions pas que le déficit de la balance extérieure est aussi de 12% du PIB. Sans possibilité de dévaluation de sa monnaie, sauver la Grèce en l'état revient à chercher la quadrature du cercle. La provision d'une perte de 21% (conforme au nouveau mandat du FESF) pour les détenteurs d'obligations grecques semble loin d'être suffisante. Seules les banques françaises se sont contentées de cette provision. Leurs homologues allemands sont incontestablement plus conservateurs, comme en témoigne une provision de 50% chez Allianz et de 100% chez Munich Re.

L'incapacité politique à prendre des mesures fortes, à imposer une vision à long terme de



ce que devra être la future zone euro, ne fait qu'accroître le risque de contamination et pèse sur les perspectives économiques de la vieille Europe. N'oublions pas que si la dette grecque n'est que de 450 milliards d'euros, la dette italienne avoisine les 2 000 milliards. On voit déjà ainsi les limites de la capacité d'action du FESF avec 440 milliards d'euros. Mais alors, qu'est ce qui fera avancer les choses dans cette Union européenne sans réel leadership ? Devrons-nous attendre la dégradation de la notation de la France, qui en l'état, ne nous semble pas mériter son AAA ? C'est bien probable.

La France tient le record des dépenses publiques à 56% du PIB. Les discussions budgétaires qui vont s'engager visent à ramener en 2012 le déficit public de 5,7% à 4,5% du PIB, avec une prévision optimiste de 1,75% de croissance. Cette croissance prévisionnelle, revue à la baisse dans l'été, a nécessité de trouver 11 milliards de recettes supplémentaires, dont 10 d'impôts et seulement 1 milliard d'économies sur le train de vie de l'Etat. Rappelons que dans le même temps les espagnols et les italiens ont voté des plans d'austérité de 50 et 80 milliards respectivement. Le dernier budget en équilibre en France remonte à 1975 ! La dette française est de 85% du PIB, et elle est détenue à 70% par des investisseurs internationaux. De plus, la France cumule déficit public et déficit extérieur importants, la balance commerciale accusant un solde négatif de 75 milliards d'euros. Ainsi, la dégradation de la note de la France paraît inéluctable. Elle constituera un choc.

D'avantage d'austérité en France signifie moins de croissance encore, ce qui pénalisera l'Allemagne dont nous sommes le premier partenaire commercial. Dans ce contexte, la probabilité d'une nouvelle récession augmente.

Le seul soutien possible à court terme pour la croissance européenne ne peut venir que de la Banque centrale européenne. M. Trichet, ou son successeur, sont-ils prêts à abandonner leur orthodoxie viscérale ? La BCE doit baisser les taux et pratiquer ouvertement l'assouplissement quantitatif, la BCE doit délibérément conduire une politique qui vise à affaiblir l'euro, à augmenter le potentiel extérieur de la zone. Sans ces mesures, l'enlisement devient quasi-certain. L'heure n'est plus à se retrancher derrière l'unique mandat de la stabilité des prix. Certains craignent encore que ces mesures soient inflationnistes. C'est une erreur car le lien entre la quantité de monnaie émise et l'inflation est aujourd'hui ténu. Les banques sont en piteux état et ne cherchent qu'à réduire la taille de leur bilan. La contraction de plus de 100 milliards de dollars de la capacité de financement des banques européennes auprès des fonds monétaires américains en l'espace de quelques mois rend cette réduction indispensable. La vélocité de la monnaie restera ainsi très faible et ne pourra en aucun cas conduire à une demande excessive qui serait source d'inflation. A ce prix, nous pourrions peut-être éviter une récession en Europe.

L'économie européenne ne sera en effet pas soutenue par la vigueur américaine. Cette dernière est sans doute durablement affaiblie. La réduction de l'effet de levier y est toujours à l'œuvre. L'économie américaine est en panne de création d'emplois. Le faible nombre de constructions nouvelles tarde à stabiliser le déséquilibre offre/demande dans le secteur immobilier, qui de ce fait continue de peser sur la croissance. Les propositions de relance faites par l'administration Obama deviennent déjà un enjeu de la campagne électorale qui débute dans un climat délétère. Quant à la Fed, elle ne peut encore faire appel aux hélicoptères pour le troisième épisode de « Quantitative Easing ». Mais cela pourrait ne pas tarder. Dans l'intervalle, elle maintient les taux à zéro (ZIRP) et elle déplace ses avoirs en bons du Trésor sur des maturités plus longues (Twist). Mais cela aura peu d'efficacité. Comme le souligne le FMI dans son dernier rapport, l'économie américaine est clivée (bifurcated). Cela se traduit par le fait que les petites et moyennes entreprises qui en ont bien besoin ont peu accès aux financements bancaires et ne bénéficient donc pas de ces taux d'intérêt planchers, alors que les grands groupes disposent de liquidités surabondantes et n'ont

pas besoin de ces taux bas. Dans un autre registre, les taux hypothécaires extrêmement bas (on a atteint un plus bas historique de 4,05% sur 30 ans) ne bénéficient pas aux ménages qui en auraient le plus besoin. Avec une valeur de leur bien immobilier inférieure à celle de leur crédit, ceux-ci ne peuvent bénéficier de la possibilité de refinancement à concurrence de la totalité de leur besoin. Ainsi l'efficacité de l'action de la Fed dans cette phase de ralentissement est-elle très limitée.

L'économie européenne ne devra-t-elle son salut qu'à la vigueur de la croissance des économies émergentes ? Sans doute, mais cela sera-t-il suffisant ? Les économies émergentes ralentissent aussi, mais pas seulement du fait du ralentissement des économies occidentales, car ce ralentissement est aussi orchestré pour permettre une stabilisation des prix.



Aujourd'hui la Chine fait l'objet de tous les fantasmes. En proie jusqu'au début de l'été à une croissance jugée trop forte, source d'excès en tous genres et de tensions inflationnistes, elle serait aujourd'hui au bord du gouffre, et près d'un « hard landing » retentissant. Certes, tout n'est pas infondé. L'octroi excessif de crédit, essentiellement en dehors du système bancaire classique, sera source de déconvenue pour les principales institutions financières du pays, mais notre analyse ne corrobore en aucune façon l'idée d'une crise systémique.

De la même façon, le secteur immobilier a connu des excès. On compte pas moins de 50 000 promoteurs immobiliers dans le pays aujourd'hui. Ce secteur souffre d'une raréfaction de liquidité et de taux d'intérêt plus élevés. C'est exactement ce que visait le gouvernement qui souhaite une consolidation du secteur. Et c'est très sain pour éviter un éclatement tardif d'une bulle en début de formation. Cela ne signifie en rien que le secteur immobilier est au bord de l'abîme. Le gouvernement en effet continue de promouvoir la construction de logements « sociaux », à bas prix. A un rythme impressionnant de plus de 10 millions d'unités par an. Le rééquilibrage social passe par là,

sans négliger que la Chine connaît du fait de son urbanisation un déficit de logements et non un excédent. Il est trop facile de trouver un exemple d'immeuble vacant ou de chantier non fini dans une économie aussi vaste et pas toujours très bien organisée. Cela ne doit pas occulter la réalité. L'économie chinoise croît à près de 9% l'an, son gouvernement est soucieux de stabiliser les prix et de purger les excès consécutifs au plan de relance massif mis en œuvre fin 2008. Ainsi la Chine, et d'autres économies émergentes, continueront de connaître une croissance satisfaisante, bien qu'inférieure à celle des 12 derniers mois. Quant à moi, je demeure davantage préoccupé de ce qui se passe à Athènes, Rome ou Paris plutôt qu'à Wenzhou.

Dans ce contexte, nos gérants se sont avant tout préoccupés de préservation du capital plutôt que de valorisations. Les expositions actions de nos différents Fonds ont été réduites pendant l'essentiel de la période, sur des niveaux proches des minima légaux pour la gestion globale. Toutes les régions ont été concernées par les réductions d'exposition, y compris l'univers émergent, rendu vulnérable par l'aversion au risque généralisée et par une liquidité temporairement raréfiée par la contraction globale en cours. Les sensibilités des portefeuilles obligataires ont été maintenues sur des niveaux élevés en privilégiant les emprunts d'Etat américains et allemands. Quant aux devises, l'exposition à l'euro a été faible sur la période afin d'accompagner ce qui nous semblait être l'inéluctable mouvement de dépréciation de la monnaie unique.

Des économies émergentes satisfaites de croître un peu moins vite, une économie américaine essouffée et disposant à court terme de peu de munitions, une économie européenne qui vacille sur son socle fondateur, voilà qui n'est pas pour nous inciter à la prise de risque à court terme. Pour autant, la récession n'est pas inéluctable. Les Banques centrales émergentes ont mis ou vont mettre un terme au resserrement monétaire, et les Banques centrales occidentales n'ont d'autre choix que la reflation. Quand ces signaux apparaîtront il sera temps d'exposer nos portefeuilles aux thématiques de croissance, qui seront sans doute dans une large mesure émergentes.

Eric Le Coz

Achévé de rédiger le 3 octobre 2011

● **Les devises :** brusque atterrissage de l'euro

La poursuite de la crise de la dette souveraine au sein de la zone euro et la dégradation des perspectives de croissance qui en résulte, auront enfin eu raison de la force de l'euro. Ce dernier cède 6,8% face au dollar et un peu plus de 6% face au yen sur le mois. Le maintien d'une exposition au risque de change quasi intégrale dans notre gestion globale - **Carmignac Patrimoine** et **Carmignac Investissement** - aura constitué un moyen efficace de compenser l'érosion due à la baisse généralisée des marchés actions. La paralysie politique en zone euro, le risque de contamination

de la crise grecque à des économies plus importantes comme l'Italie ou la France, le risque d'une mauvaise surprise dans le système bancaire européen, sont autant de raisons qui nous poussent à rester peu ou pas exposés à l'euro. De plus, le seul moyen rapide de restaurer la compétitivité internationale du vieux continent nous semble être l'affaiblissement relatif de sa monnaie. Cette exposition au risque de change contribue certes à un surcroît de volatilité pour nos Fonds mais représente un positionnement « prudent » compte tenu des incertitudes évoquées.

● **Les taux :** l'anticipation d'un ralentissement domine

L'aplatissement des courbes de taux de part et d'autre de l'Atlantique traduit bien l'anticipation d'un ralentissement économique marqué et durable dans le monde occidental, la perspective du maintien des taux courts à zéro aux Etats-Unis, et celle d'un assouplissement qui n'a que trop tardé en zone euro. Le 10 ans américain cède ainsi 31 points de base à 1,92%, le 10 ans allemand reculant quant à lui de 33 points de base à 1,88%. Afin de bénéficier de cette détente des taux longs les sensibilités de nos portefeuilles obligataires ont été maintenues à des niveaux élevés,

près de 8 pour **Carmignac Patrimoine**, 7 pour **Carmignac Global Bond**, 3,9 pour **Carmignac Sécurité**. Seul **Carmignac Emerging Patrimoine** a conservé une sensibilité réduite à 2, prenant en compte les différences de politique monétaire entre le monde émergent et le monde développé. Nos portefeuilles ont en revanche été pénalisés par les tensions observées sur la sphère du crédit. Cependant, nous n'avons pas allégé de manière significative nos positions, confortés par nos analyses des émetteurs en portefeuille.

● **Les actions :** le rallye de fin de trimestre peine à masquer la débandade

La reprise des principaux indices internationaux lors de la dernière semaine du mois (et du trimestre) ne doit pas masquer la réalité de la montée de l'aversion au risque dans un environnement où les confirmations d'un ralentissement global se multiplient. Bien qu'elle ne nous ait pas permis de capter ce rebond, nous maintenons une exposition actions réduite au sein de notre gestion globale parce que la crise européenne n'est pas résolue et plus le temps passe, plus l'addition en termes de croissance potentielle future sera élevée. De plus, la Fed comme l'administration Obama se retrouvent incapables à court terme d'agir de manière décisive pour soutenir une activité américaine qui va continuer de donner des signes d'anémie.

Dans ce contexte de liquidation de positions, les marchés émergents

n'ont pas mieux résisté que leurs homologues développés. Seul le marché indien a limité son recul à 0,2% sur le mois. Nous avons aussi procédé à des réductions d'exposition sur cet univers émergent, via des ventes de contrats à terme sur l'indice coréen Kospi. Nous continuons de croire à un soft landing et non un hard landing pour l'économie chinoise. Le marché local (MSCI Chine) a vu sa valorisation passer de 15,5x les bénéfices des 12 mois à venir en août 2009 à seulement 7,5x les bénéfices des 12 prochains mois aujourd'hui. Cette décote est particulièrement attractive. Pour autant, nous attendons un signal politique pour renforcer nos positions sur le pays. Un assouplissement du ratio de réserves obligatoires des banques sera sans doute le signe que les autorités considèrent que le double objectif de stabilisation de l'inflation et de purge des excès de crédit est atteint.

● **Les matières premières :** aucun refuge à court terme

Le secteur aurifère n'a pas joué ce mois-ci son rôle traditionnel de refuge efficace dans les périodes d'aversion au risque. Au contraire il a subi des liquidations qui ont pesé sur la performance de nos Fonds exposés à ce secteur, **Carmignac Commodities** en tête. L'onze d'or et l'indice des mines aurifères reculent respectivement de 11% et 12% sur le mois. Ces chutes semblent correspondre à des liquidations dues à une raréfaction temporaire de la liquidité globale. Nous conservons nos positions dans ce secteur car nous estimons que la nécessaire politique de reflation de l'économie mondiale, accompagnée de taux durablement maintenus à zéro

et d'une guerre des monnaies qui perdurera, seront des facteurs de soutien puissants pour le métal jaune à moyen terme.

Le secteur des services pétroliers a amplifié le recul des cours du baril de brut au cours du mois. Alors que les indications sur le secteur restent positives, la perspective d'un ralentissement global a entraîné un ajustement des estimations de demande future qui a pesé sur les cours. Nos positions demeurent concentrées sur des valeurs de qualité dont la prime de risque est désormais particulièrement élevée.

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

Les Profils réactifs ont eu une allocation défensive pour l'essentiel de la période, bien qu'ils aient de manière tactique partiellement levé leurs couvertures en fin de période pour finir le mois avec une exposition d'environ 50% de leurs maxima. Dans un contexte pour le moins volatil, les trois Fonds de Fonds ont bénéficié de la bonne tenue de **Carmignac**

Market Neutral sur la période (+1,36%) et du très beau parcours de **Carmignac Global Bond** (+6,88%), avec une sensibilité élevée via des emprunts d'Etat américains et allemands (73% de l'actif net), une faible allocation sur les crédits privés et une exposition significative au dollar.

// PERFORMANCES DES FONDS

	Valeur liquidative	2011	1 an	3 ans	5 ans
Carmignac Investissement A	7 862,46	-12,63%	-5,82%	29,93%	32,83%
Carmignac Investissement E	120,08	-13,12%	-6,47%	25,86%	24,98%
<i>MSCI All Countries World Free (Eur)</i>	186,80	-15,13%	-6,43%	-0,33%	-21,67%
Carmignac Grande Europe A	116,49	-18,85%	-11,68%	-4,94%	-16,21%
Carmignac Grande Europe E	67,39	-19,31%	-12,39%	-6,98%	-
<i>DJ Stoxx 600</i>	226,19	-17,99%	-12,91%	-11,66%	-33,75%
Carmignac Euro-Entrepreneurs	154,08	-17,75%	-7,52%	-1,66%	-11,39%
<i>DJ Stoxx 200 Small</i>	144,87	-20,89%	-11,68%	2,54%	-24,28%
Carmignac Emergents	606,65	-17,23%	-7,85%	36,56%	10,05%
<i>MSCI Emerging Markets Free (Eur)</i>	151,96	-23,54%	-16,71%	17,13%	6,82%
Carmignac Emerging Discovery	884,26	-24,63%	-16,95%	32,97%	-
<i>Index CARMIGNAC Emerging Discovery (Eur)</i>	81,28	-27,04%	-21,30%	36,11%	-
Carmignac Innovation	191,12	-15,18%	-11,25%	-20,57%	-34,77%
<i>Index CARMIGNAC Innovation (Eur)</i>	140,61	-7,21%	1,06%	12,61%	-9,23%
Carmignac Commodities	287,64	-29,48%	-13,30%	12,65%	20,46%
<i>Index CARMIGNAC Commodities (Eur)</i>	291,98	-22,63%	-9,50%	2,84%	4,59%
Carmignac Patrimoine A	5 155,34	-2,08%	0,46%	30,17%	39,38%
Carmignac Patrimoine E	132,32	-2,45%	-0,05%	27,74%	33,92%
<i>50% MSCI AC World Free (Eur) + 50% Citigroup WGBI (Eur)</i>	294,18	-4,33%	0,44%	20,84%	10,80%
Carmignac Emerging Patrimoine A	94,90	-	-	-	-
Carmignac Emerging Patrimoine E	94,92	-	-	-	-
<i>50% MSCI EM Free (Eur) + 50% JPM GBI EM (Eur)</i>	90,04	-	-	-	-
Carmignac Euro-Patrimoine	271,44	-3,10%	2,76%	7,59%	0,83%
<i>50% DJ Euro Stoxx 50 + 50% Eonia Capitalisé</i>	111,51	-10,64%	-9,87%	-10,58%	-16,14%
Carmignac Investissement Latitude	198,44	-12,54%	-7,17%	29,86%	37,48%
<i>MSCI All Countries World Free (Eur)</i>	188,82	-15,13%	-6,43%	-0,33%	-21,67%
Carmignac Market Neutral	1 031,61	-5,86%	-4,29%	1,25%	-
<i>Eonia Capitalisé</i>	140,11	0,68%	0,83%	2,68%	-
Carmignac Profil Reactif 100	140,76	-17,52%	-10,68%	2,52%	-9,57%
<i>MSCI All Countries World Free (Eur)</i>	186,80	-15,13%	-6,43%	-0,33%	-21,67%
Carmignac Profil Reactif 75	164,75	-13,65%	-8,29%	6,27%	-1,25%
<i>75% MSCI AC World Free (Eur) + 25% Citigroup WGBI (Eur)</i>	100,85	-9,73%	-2,88%	11,82%	-4,66%
Carmignac Profil Reactif 50	148,08	-8,29%	-4,43%	9,43%	6,55%
<i>50% MSCI AC World Free (Eur) + 50% Citigroup WGBI (Eur)</i>	116,59	-4,33%	0,44%	20,84%	10,80%
Carmignac Global Bond	1 019,56	4,67%	0,91%	5,23%	-
<i>JP Morgan GGB</i>	507,49	7,06%	7,01%	33,39%	-
Carmignac Securite	1 528,25	-0,31%	-0,70%	15,12%	20,37%
<i>Euro MTS 1-3 Y</i>	155,68	0,73%	0,11%	9,03%	17,63%
Carmignac Cash Plus	10 475,22	1,04%	1,39%	4,25%	-
<i>Eonia Capitalisé</i>	140,26	0,68%	0,83%	2,68%	-
Carmignac Court Terme	3 728,52	0,69%	0,84%	3,05%	10,89%
<i>Eonia Capitalisé</i>	140,26	0,68%	0,83%	2,68%	11,11%

Source Morningstar au 30/09/2011.

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