

# La Lettre mensuelle

// ÉDITO

## Du bon usage des crises

**F**inalement, les marchés auront attendu le mois d'août pour ôter leurs lunettes teintées de rose : l'essoufflement des locomotives du monde développé est effectif (la croissance économique au deuxième trimestre est déjà retombée à un rythme annuel de seulement 1% aux Etats-Unis et à un pauvre 0,1% en Allemagne). Dès lors, l'imposition de plans d'austérité souvent draconiens (28 milliards d'euros d'ici à 2015 en Grèce, respectivement 45 et 65 milliards d'ici 2013 en Italie et en Espagne, 80 milliards d'ici 2014 en Allemagne) fait craindre aux marchés l'enlisement des pays développés dans une longue et pénible période de croissance faible, qu'accompagnerait un désendettement public laborieux. C'est bien ce qu'a exprimé le marché en réagissant à l'abaissement de la note de crédit des Etats-Unis par l'agence de notation S&P le 5 août : les taux américains ne sont nullement montés. Ce sont les actions qui ont baissé, le marché interprétant cet appel à l'orthodoxie budgétaire comme un dernier clou dans le cercueil d'une reprise américaine vigoureuse.

Dans notre Lettre de juin (« Limites du volontarisme économique sans marge de manœuvre »), nous exprimions nos craintes quant à la capacité des leaders occidentaux d'éviter cet écueil. Malheureusement, cet été ne nous a nullement rassurés. Aux Etats-Unis, le leadership du Président Obama s'est vu atrophié par une séparation constitutionnelle des pouvoirs qui permet à l'affrontement dogmatique entre Républicains et Démocrates au sein du Congrès de geler toute audace présidentielle en matière fiscale. Ben Bernanke garde lui en réserve l'arme d'une troisième phase de « quantitative easing », mais il est désormais patent que cette arme monétaire, fût-elle massive, a davantage d'effets sur les marchés financiers que sur l'économie réelle. Et pendant ce temps, la confiance des ménages a lourdement chuté, l'indicateur du Conference Board ayant subi au mois d'août sa plus forte cassure depuis fin 2008.

En Europe, la situation est plus préoccupante encore, car la confiance des marchés dans



un traitement efficace et coordonné de la crise est très entamée. Et l'accord européen du 21 juillet, claironné comme un quasi plan Marshall à l'européenne, visant explicitement à bien circonscrire le feu autour de la Grèce, n'a pas convaincu. Dans le même temps, la Grèce s'enfonce dans la récession, qui devrait dépasser les 5% du PIB cette année, et l'Italie a toutes les peines du monde à mettre en application les plans de rigueur annoncés.

Pourtant les pays développés sont peut-être face à une opportunité historique de faire bon usage de cette crise. Car une telle situation offre aux dirigeants qui trouveraient le courage de s'élever à la hauteur de l'événement, l'occasion de poser les fondements d'une croissance à moyen terme rééquilibrée. De profondes réformes structurelles assouplissant le droit du travail, réduisant les dépenses publiques stériles, encourageant l'investissement productif, renforçant la compétitivité des entreprises ne sont jamais aussi possibles qu'en période de crise. Les initiatives de l'Irlande à cet égard constituent probablement un exemple encourageant. Mais tant que ne seront principalement proposés que des expédients de court terme ou quelques réformes fiscales sans avenir (qui croira qu'une « taxe Tobin » sur les flux de capitaux constitue une réponse à l'urgence

de la situation ?), il est à craindre que la confiance continue de s'effriter. Dans ce contexte, la fragilité du système bancaire européen constitue un facteur aggravant du risque économique : souvenons-nous que dans le Japon des années 90, c'est bien la reconnaissance trop tardive d'une capitalisation insuffisante des banques qui a retardé le redressement de l'économie domestique. Une banque à l'étroit dans ses fonds propres sera toujours plus soucieuse de réduire ses encours et ses risques, que de financer à long terme l'investissement productif des entreprises. Et si le financement interbancaire ne connaît pas encore les niveaux de tensions rencontrés fin 2008, les premiers signes de stress sont apparus cet été. Enfin, que dire de l'euro qui, au lieu de plier afin de venir en soutien à la compétitivité médiane des pays européens, se raidit tel un chêne dans la tempête, au risque de casser les reins des pays du sud de l'Europe, avant de rompre lui-même ? La BCE possède certes encore quelque marge de manœuvre (elle qui montait encore ses taux directeurs début juillet !) et on se prend à espérer qu'une nouvelle direction après octobre saura peut-être se délivrer de l'obsession du risque inflationniste. Faudra-t-il une nouvelle crise, plus forte encore, en Europe pour que la prudence politique, à l'approche d'élections générales dans de nombreux pays, cède le pas à des décisions structurantes ?

### Découplage, le mot que personne n'ose encore prononcer

Beaucoup d'observateurs pensaient que le modèle de développement des pays émergents ne résisterait pas à la crise américaine et européenne de 2008. La globalisation de l'économie mondiale ayant depuis longtemps discrédité la notion d'un quelconque « découplage » entre économies émergentes et développées, il était inévitable que l'effondrement du cycle économique aux Etats-Unis et en Europe fasse dérailler les économies émergentes. Or ces dernières ont continué de croître, fusse au prix pour certaines d'entre elles de politiques de soutien



vigoureuses, source d'inflation. Aujourd'hui, la croissance domestique émergente offre d'autant plus de visibilité qu'elle repose sur une aspiration sociale forte et sur des finances publiques capables de la soutenir si nécessaire. Songeons que, selon les prévisions du FMI, le commerce extérieur ne comptera que pour à peine plus d'un point de croissance en Chine en 2012. Les sceptiques, encore nombreux, devraient bientôt reconnaître que les pays émergents sont bien les vainqueurs du grand rééquilibrage mondial, ayant fait bon usage de la crise en accélérant leur mouvement vers l'autonomie économique.

Sur le front de l'inflation, après plus d'un an de cures de refroidissement, parfois violentes, le monde émergent est sur le point de sortir d'une période très pénalisante de hausses de prix. Cette sortie s'est avérée plus laborieuse que nous le pensions, et tous les pays ne connaîtront pas un calendrier similaire (le Mexique, le Pérou ont déjà envoyé le signal d'un desserrement de leurs politiques monétaires. La Banque centrale du Brésil vient pour la première fois depuis début 2009 de baisser de 50 points de base son taux directeur. La Chine, l'Inde pourront faire de même très prochainement). Mais l'enclenchement vertueux d'un cycle désinflationniste est désormais inéluctable. Et il l'est d'autant plus que le ralentissement des économies développées vient désormais en aider la gestion, en apaisant les tensions sur le prix des matières premières. Par conséquent, au moment où l'Europe et les Etats-Unis devront, non sans risque, essayer de lutter contre les pressions récessives du désendettement, les actifs émergents pourront commencer à refléter les bénéfices d'une croissance saine et d'un ralentissement progressif de l'inflation.

Comme en 2008, les marchés émergents n'ont pas été épargnés cet été par la correction des Bourses européennes et américaines. Les actions d'entreprises chinoises, indiennes, brésiliennes, indonésiennes, etc., positionnées pour capter l'augmentation de leur demande domestique, sont donc revenues à des niveaux de valorisation très raisonnables. Les dettes domestiques des pays émergents sont aussi très attrayantes car les taux nominaux pourront enfin baisser en raison du reflux des pressions inflationnistes (songeons que le taux directeur Brésilien est encore à 12% !). Enfin, une diversification intelligente parmi les devises émergentes qui demeurent aujourd'hui sous-valorisées au regard des fondamentaux économiques des pays concernés, à commencer bien-sûr par le renminbi, pourra aussi être génératrice de performance. C'est donc l'ensemble des classes d'actifs de l'univers

émergent qui mérite pour les prochaines années l'intérêt d'un investisseur global.

*« Nous n'allions plus attendre derrière nos lignes fortifiées, habilement préparées pour une bataille défensive. Au contraire, nous allions nous-même passer à l'offensive dans un mois environ. Voilà quelque chose qui méritait d'être entrepris » (Winston Churchill, Mémoires de Guerre, Tome 1).*

Pour ce qui nous concerne, la construction de nos portefeuilles globaux reflète bien-sûr notre analyse, ce qui a permis à **Carmignac Investissement**, notre fonds actions global, de bien traverser l'été, en gagnant 2,29% sur les trois derniers mois, et à **Carmignac Patrimoine**, notre fonds équilibré global, de s'adjuger une performance positive 4,92% sur la même période. Compte tenu de la violence des corrections au cours de l'été, il est possible que les marchés connaissent à court terme quelques périodes de répit. Une intervention forte de la BCE, comme les achats importants de dettes espagnoles et italiennes effectués cet été, ou quelque annonce optimiste d'un dirigeant européen, comme l'évocation d'euro-obligations, pourrait parvenir ici ou là à calmer les marchés. Mais, ces rebonds tactiques des marchés développés constituent une écume sur laquelle essayer de surfer nous semble toujours périlleux. Les tendances de l'économie réelle constituent, comme toujours, le réel ancrage de nos stratégies d'investissement. Par conséquent nous demeurons positionnés défensivement pour l'instant, en maintenant largement couvertes nos expositions actions.

Mais à l'abri de ces couvertures, nos portefeuilles sont d'ores et déjà positionnés pour capturer, dès qu'il sera temps, les opportunités majeures de création de valeur qui se font jour, notamment dans l'univers émergent, en actions, obligations publiques et privées, et devises.

Didier Saint-Georges

*Achevé de rédiger le 5 septembre 2011*

### ● **Les devises :** une stabilité étonnante durant l'été

L'euro aura traversé ces deux derniers mois via un parcours en yoyo, passant de 1,45 à 1,40 contre le dollar US avant de retrouver plus ou moins son niveau de départ fin août. C'est que ces deux monnaies demeurent exposées à la détérioration des finances des publiques de leurs zones respectives et fluctuent au gré des annonces. Jusqu'à présent l'euro a « profité » un peu d'une politique de la Banque Centrale Européenne plus restrictive, mais pour combien de temps encore ? Comme il est coutume dans les périodes d'aversion au risque, c'est le yen qui a été le grand

gagnant de l'été (au risque d'une pression désormais très forte sur les exportateurs nippons) s'adjugeant entre 5 et 6% contre le dollar et l'euro. Au cours de l'été, nous nous sommes adaptés aux circonstances en renforçant sensiblement notre exposition au yen, qui représente désormais 20% de l'exposition devises dans **Carmignac Patrimoine**, en ligne avec son indice de référence, et avons un peu relevé l'exposition au dollar de 30 à 40%. Ce positionnement est conforme à notre vision prudente des marchés pour l'avenir proche.

### ● **Les taux :** l'autre révélateur des craintes inflationnistes

Comme indiqué dans l'édito, l'abaissement de la notation de la dette du Trésor américain par l'agence S&P le 5 août n'a nullement enrayer la décline des taux longs. En effet, à l'attrait des dettes souveraines allemandes et américaines comme refuge face à l'accroissement de l'aversion au risque, s'est ajouté dans la baisse des taux le reflet d'un risque accru de ralentissement économique global. Ainsi le taux à 10 ans des Treasury Bills américains, après avoir débuté juillet au niveau de 3,18%, entamait le mois d'août à 2,61% pour le terminer à 2,21%. Nous nous sommes positionnés pour capter cette tendance, qui a contribué à la

solide performance de notre gestion taux cet été et nous semble d'autant plus durable que la perspective d'une troisième phase de « quantitative easing » se rapproche. En conséquence la sensibilité aux taux d'intérêt dans **Carmignac Patrimoine** et **Carmignac Global Bond** atteignait fin août respectivement 6,2 et 7,5. La sphère du crédit privé a, en revanche, naturellement subi la détérioration des perspectives économiques, notamment en Europe, ce qui a retranché une partie de la performance obligataire. L'impact a été le plus sensible dans **Carmignac Sécurité**, qui s'était armé d'un moins fort positionnement à la baisse des taux.

### ● **Les actions :** l'heure de vérité

Le rebond des derniers jours d'août n'aura corrigé que très partiellement une chute des marchés actions cet été, qui aura été particulièrement violente en Europe, en baisse d'environ 20% en deux mois. La sanction aura été un peu moins sévère sur l'indice américain S&P500, en retrait de 8% sur la même période et, point notable, sur l'indice MSCI Emergents en baisse de « seulement » 10%. La situation toujours non résolue des dettes souveraines en Europe est donc bien devenue l'épicentre de la montée de l'aversion au risque parmi les investisseurs. Le secteur bancaire, très directement, mais avec lui les secteurs les plus cycliques ont tout particulièrement fait les frais de cette aggravation des tensions. Nous nourrissons nous-mêmes, depuis de nombreux mois, des craintes

fortes quant à l'issue de cette crise de l'endettement public dans un environnement d'activité économique en ralentissement. Nous maintenons donc dans nos gestions globales les très faibles niveaux d'expositions aux marchés actions qui nous ont permis de traverser l'été sereinement. Toutefois, ne faut-il pas voir dans le fait que les marchés émergents n'aient cette fois pas amplifié la correction des marchés occidentaux, le signe avant-coureur de leur réhabilitation prochaine dans l'esprit des investisseurs. En tous cas, comme rappelé dans l'édito, nous demeurons pour ce qui nous concerne, investis largement sur ces marchés asiatiques et latino-américains, revenus désormais à des niveaux de valorisations très attrayants au regard des croissances attendues.

### ● **Les matières premières :** l'exception aurifère, bien sûr

Sans surprise, les sociétés minières cycliques ont encaissé cet été le choc d'une révision en baisse des attentes de croissance économique globale. Cette désaffection des secteurs cycliques n'a pas non plus épargné les services pétroliers, en retrait de plus de 13% en août. Toutefois, il n'est pas sans importance de remarquer que les réalités physiques du secteur ont beaucoup moins souffert que leurs traductions boursières. A titre d'exemple, le prix du cuivre n'a baissé que de 6% en août, soutenu par des niveaux de stocks mondiaux assez stables. Faut-il y voir le pendant de notre observation d'ordre macroéconomique ? Si la santé des grandes

économies émergentes est capable de résister aux calamités des finances publiques européennes et américaines, le secteur des matières premières est peut-être moins vulnérable qu'il n'y paraît. Naturellement, le prix de l'or, en hausse de 12% en août a été le principal bénéficiaire des turbulences boursières du mois d'août. Et il est notable que les mines d'or elles-mêmes, en dépit de leur statut d'actions, aient gagné 10% dans le même temps. **Carmignac Commodities**, positionné de façon défensive dès l'entrée de l'été a ainsi su amortir la correction de son secteur, en ne cédant que 5,38% en août, contre près de 9% pour son indice de référence.

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

Nous regrettons, avec le recul, ne pas avoir encore plus rapidement exprimé dans les trois fonds **Carmignacs Profils Réactifs** la prudence que nous exprimions au début de l'été, et qui a davantage été reflétée dans d'autres fonds de notre gamme. Le positionnement défensif des fonds de fonds leur a tout de même permis de ne subir au mois d'août qu'environ la moitié

de la correction de leurs indices de référence. Fût-ce un peu tardivement, les taux d'expositions ont été ramenés à de très faibles niveaux, et la pondération en fonds défensifs et obligataires renforcée, en accord avec notre vision stratégique, exprimée dans l'édito.

## // PERFORMANCES DES FONDS

	Valeur liquidative	2011	1 an	3 ans	5 ans
<b>Carmignac Investissement A</b>	<b>8227,76</b>	<b>-8,57%</b>	<b>1,57%</b>	<b>20,36%</b>	<b>37,88%</b>
<b>Carmignac Investissement E</b>	<b>125,74</b>	<b>-9,03%</b>	<b>0,87%</b>	<b>16,59%</b>	<b>29,78%</b>
<i>MSCI All Countries World Free (Eur)</i>	192,67	-12,47%	-1,75%	-5,92%	-17,52%
<b>Carmignac Grande Europe A</b>	<b>121,57</b>	<b>-15,32%</b>	<b>-4,85%</b>	<b>-15,02%</b>	<b>-11,99%</b>
<b>Carmignac Grande Europe E</b>	<b>70,36</b>	<b>-15,76%</b>	<b>-5,62%</b>	<b>-16,84%</b>	
<i>DJ Stoxx 600</i>	237,44	-13,91%	-5,52%	-17,61%	-29,07%
<b>Carmignac Euro-Entrepreneurs</b>	<b>159,26</b>	<b>-14,98%</b>	<b>0,30%</b>	<b>-17,34%</b>	<b>-7,45%</b>
<i>DJ Stoxx 200 Small</i>	157,34	-14,09%	1,42%	-3,78%	-14,84%
<b>Carmignac Emergents</b>	<b>646,40</b>	<b>-11,81%</b>	<b>1,72%</b>	<b>21,74%</b>	<b>18,70%</b>
<i>MSCI Emerging Markets Free (Eur)</i>	166,17	-16,39%	-5,98%	10,48%	18,81%
<b>Carmignac Emerging Discovery</b>	<b>950,58</b>	<b>-18,98%</b>	<b>-7,67%</b>	<b>13,82%</b>	
<i>Index CARMIGNAC Emerging Discovery (Eur)</i>	91,14	-18,19%	-8,09%	27,93%	
<b>Carmignac Innovation</b>	<b>188,53</b>	<b>-16,33%</b>	<b>-8,74%</b>	<b>-29,88%</b>	<b>-34,42%</b>
<i>Index CARMIGNAC Innovation (Eur)</i>	138,24	-8,78%	1,43%	2,35%	-8,48%
<b>Carmignac Commodities</b>	<b>342,72</b>	<b>-15,98%</b>	<b>9,85%</b>	<b>5,14%</b>	<b>33,93%</b>
<i>Index CARMIGNAC Commodities (Eur)</i>	322,97	-14,41%	3,19%	-4,78%	11,62%
<b>Carmignac Patrimoine A</b>	<b>5161,89</b>	<b>-1,95%</b>	<b>-0,73%</b>	<b>27,17%</b>	<b>39,16%</b>
<b>Carmignac Patrimoine E</b>	<b>132,54</b>	<b>-2,29%</b>	<b>-1,24%</b>	<b>24,78%</b>	<b>33,57%</b>
<i>50% MSCI AC World Free (Eur) + 50% Citigroup WGBI (Eur)</i>	290,15	-5,64%	-2,55%	17,00%	10,86%
<b>Carmignac Emerging Patrimoine A</b>	<b>98,77</b>	-	-	-	-
<b>Carmignac Emerging Patrimoine E</b>	<b>98,50</b>	-	-	-	-
<i>50% MSCI EM Free (Eur) + 50% JPM GBI EM (Eur)</i>	95,40	-	-	-	-
<b>Carmignac Euro-Patrimoine</b>	<b>279,36</b>	<b>-0,27%</b>	<b>8,25%</b>	<b>3,89%</b>	<b>4,11%</b>
<i>50% DJ Euro Stoxx 50 + 50% Eonia Capitalised</i>	114,19	-8,49%	-5,62%	-12,03%	-12,97%
<b>Carmignac Investissement Latitude</b>	<b>206,06</b>	<b>-9,18%</b>	<b>-0,42%</b>	<b>21,82%</b>	<b>42,29%</b>
<i>MSCI All Countries World Free (Eur)</i>	194,75	-12,47%	-1,75%	-5,92%	-17,52%
<b>Carmignac Market Neutral</b>	<b>1017,72</b>	<b>-7,13%</b>	<b>-5,91%</b>	<b>-3,12%</b>	-
<i>Eonia Capitalised</i>	139,99	<b>0,60%</b>	<b>0,78%</b>	<b>2,98%</b>	-
<b>Carmignac Profil Reactif 100</b>	<b>144,10</b>	<b>-15,56%</b>	<b>-5,44%</b>	<b>-9,58%</b>	<b>-7,66%</b>
<i>MSCI All Countries World Free (Eur)</i>	192,67	-12,47%	-1,75%	-5,92%	-17,52%
<b>Carmignac Profil Reactif 75</b>	<b>167,33</b>	<b>-12,31%</b>	<b>-4,72%</b>	<b>-2,91%</b>	<b>0,14%</b>
<i>75% MSCI AC World Free (Eur) + 25% Citigroup WGBI (Eur)</i>	101,61	-9,05%	-2,11%	7,06%	-2,25%
<b>Carmignac Profil Reactif 50</b>	<b>147,83</b>	<b>-8,44%</b>	<b>-3,72%</b>	<b>2,49%</b>	<b>6,34%</b>
<i>50% MSCI AC World Free (Eur) + 50% Citigroup WGBI (Eur)</i>	115,00	-5,64%	-2,55%	17,00%	10,86%
<b>Carmignac Global Bond</b>	<b>953,95</b>	<b>-2,06%</b>	<b>-8,56%</b>	<b>-3,25%</b>	-
<i>JP Morgan GGB</i>	479,80	1,22%	-3,73%	30,90%	-
<b>Carmignac Securite</b>	<b>1532,72</b>	<b>-0,02%</b>	<b>-0,35%</b>	<b>15,34%</b>	<b>21,03%</b>
<i>Euro MTS 1-3 Y</i>	156,35	1,16%	0,31%	10,82%	18,40%
<b>Carmignac Cash Plus</b>	<b>10449,77</b>	<b>0,79%</b>	<b>1,18%</b>	<b>3,38%</b>	-
<i>Eonia Capitalised</i>	140,15	0,60%	0,78%	2,98%	-
<b>Carmignac Court Terme</b>	<b>3724,95</b>	<b>0,59%</b>	<b>0,79%</b>	<b>3,32%</b>	<b>11,02%</b>
<i>Eonia Capitalised</i>	140,15	0,60%	0,78%	2,98%	11,30%

Source Morningstar au 31/08/2011.

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](http://www.carmignac.fr)

**CARMIGNAC GESTION LUXEMBOURG**  
The plaza - 65, boulevard Grande Duchesse Charlotte - L-1331 Luxembourg  
Tél : (+33) 01 42 86 53 35 - Fax : (+33) 01 42 86 52 10  
[www.carmignac.com](http://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