



La bulle du scepticisme

Après avoir parcouru l'Europe pour diverses réunions et présentations au cours des trois derniers mois, je me suis fait le constat que j'avais croisé une bulle de marché. Pas n'importe laquelle. Une bulle de scepticisme. Non pas tant du fait que le scénario économique et la stratégie d'investissement qui vous ont été présentés soient jugés erronés ou trop optimistes. En fait, vous avez à de nombreuses reprises témoigné votre assentiment pour ce scénario central d'une reprise économique lente et non-inflationniste des économies développées, et de la poursuite d'une croissance économique domestique solide et pérenne dans les pays émergents. Là n'est pas le débat. Ces éléments se heurtent à des objections, des éléments de crainte qui émaillent en permanence l'actualité économique et financière et qui occultent de ce fait la perspective globale à plus long terme. Ces objections sont légitimes. Elles conduisent à des anticipations qui peuvent diverger de celles de notre scénario central. Parmi celles-ci, relevons l'idée que la reprise américaine n'est pas durable alors que les finances publiques ne permettront pas d'envisager une relance supplémentaire; que la santé de certains pays de la zone Euro risque de menacer l'existence même de la monnaie unique; que la Chine ne pourra continuer de croître à ce rythme, qui aggrave les surcapacités industrielles et immobilières; que les marchés boursiers se sont redressés trop vite, trop fort; et enfin, récemment, que le défaut de Dubai World constitue les prémices de nouvelles convulsions financières à venir.

La demande de moratoire sur sa dette par Dubai World constitue un rappel à l'ordre sur le prix du risque et la complaisance des crédateurs. Il est peu probable à ce stade que les pertes subies du fait de la défaillance de cette structure aient un impact matériel sur les banques internationales, comme il est peu vraisemblable qu'elles entraînent une contagion significative à la sphère du crédit privé ou émergent.

D'une tribu de bédouins, pour la plupart pêcheurs de perles au XVIII^e siècle, Dubai s'est transformé en l'espace de deux siècles en une vertigineuse entreprise holding (compagnie aérienne, développement immobilier, opérateur portuaire...). Vertigineuse en effet, comme en témoigne la tour Burj Dubai, construite pour un coût de 4,1 milliards de dollars et culminant à 818 m. Faut-il davantage blâmer l'insouciance de ses entrepreneurs ou bien ceux qui, par cupidité, ont été suffisamment laxistes pour financer à l'excès ces développements? Ceux-là mêmes qui aujourd'hui ne comprennent pas que la holding détenue par l'Emirat de Dubai ne dispose pas de la garantie du gouvernement du même Emirat. Ce n'est pourtant pas faute d'avoir pu observer récemment que Fannie Mae et Freddie Mac, agences sponsorisées par l'État américain, n'avaient pas la garantie du Trésor! N'aurait-on donc rien compris, rien appris, rien retenu?

La nouvelle de cette défaillance a été connue la veille de jours fériés aux États-Unis comme dans le monde musulman, ce qui a accentué la résonance de l'événement sur les marchés dans les jours qui ont suivi. Cependant, l'impact sur notre gestion a été minimal. Dans **Carmignac Patrimoine** en effet nous détenons 0,7% de nos encours sur des titres obligataires dans la région, et aucune position sur l'Emirat de Dubai. À Abu Dhabi, la ligne de **Aldar Properties** a

souffert de l'aversion au risque des investisseurs (-5,5%) mais la situation du premier des Emirats Arabes Unis est beaucoup plus saine en termes de développement immobilier et les revenus et la capacité de financement de **Aldar** nous paraissent tout à fait satisfaisants. Quant aux deux lignes détenues sur le Qatar (qui ne fait pas partie des EAU), elles n'ont pratiquement pas été affectées par la crise. Sur **Carmignac Emergents**, qui ne détient que la filiale d'opérateur portuaire de **Dubai World**, et quelques titres dans la région, l'impact de cette crise a été de moins de 0,5% sur la valorisation du Fonds. Les discussions en vue de la restructuration de 26 milliards de dettes dues par l'entreprise de développement immobilier sont en cours à l'heure où nous écrivons ces lignes.

L'évolution de la croissance économique américaine est sans conteste plus importante que ce malheureux événement survenu à Dubai. La situation aux États-Unis reste extrêmement contrastée.

En effet, les derniers indicateurs avancés des Directeurs d'Achat, tant dans le secteur manufacturier que dans celui des services ont déçu les attentes. Pour le premier, bien que pour le quatrième mois consécutif au-dessus du niveau fatidique de 50, on observe un tassement du rythme d'expansion, à l'exception notable des nouvelles commandes qui progressent encore par rapport au mois précédent. En revanche, du côté des services, l'indice a franchi à la baisse le niveau de 50, matérialisant la perspective d'une contraction de ces secteurs. Ces indicateurs semblaient confirmer le scénario de la reprise lente et anémique des États-Unis. Jusqu'à ce que survienne cette surprenante statistique de l'emploi pour le mois de novembre, montrant un taux de chômage en recul et un arrêt des destructions d'emplois. Il ne s'agit

/..

que d'un chiffre, et il aura besoin d'être confirmé. On peut aussi objecter qu'il bénéficie d'un effet d'éviction du marché du travail. En effet, avec la hausse du chômage, un certain nombre de personnes renoncent à rechercher un emploi, ce qui mécaniquement améliore la statistique. En réalité le taux de chômage réel dans les économies développées est sensiblement supérieur au chiffre officiel. Néanmoins, face à cette relative bonne nouvelle sur le plan économique, les marchés n'ont pas bien réagi. C'est le scénario que nous évoquions. **Une reprise économique plus rapide ou plus forte qu'actuellement anticipée conduirait à un resserrement monétaire ou au moins à un arrêt plus rapide des mesures quantitatives qui pourrait s'avérer préjudiciable aux marchés financiers.** Nous n'en sommes cependant pas là. D'une part l'activité bancaire américaine reste en berne. Ainsi, l'encours des crédits des banques commerciales affiche une baisse de près de 6% en novembre, en glissement annuel. Ces chiffres sont loin de confirmer la perspective d'une croissance vigoureuse ou auto-entretenu, a fortiori inflationniste. M. Bernanke a d'ailleurs rappelé que la croissance de l'économie américaine rencontrait toujours de « forts vents contraires ».

M. Trichet, souvent critiqué dans ces feuilles, n'a pas contredit son homologue américain. Certes, il a annoncé la fin de mesures exceptionnelles de refinancement des banques de la zone Euro sur la maturité de 1 an. Néanmoins, les refinancements à 3 et six mois demeurent et **la BCE a clairement indiqué que le temps et les conditions d'un durcissement de la politique monétaire n'étaient pas réunis.** Il n'est pas très difficile de s'en convaincre, à en juger par la contraction de la production industrielle et des commandes à l'industrie allemande qui reste de près de 10% sur un an en octobre. Au-delà des pays du cœur de la zone Euro, le monde s'inquiète aujourd'hui du sort de la Grèce, de l'abaissement de sa signature par les agences de notation, de la possibilité d'un défaut de paiement, et finalement par l'impact potentiel sur l'existence même de l'Euro. N'en jetez plus ! La Grèce a toujours été un mauvais élève européen. Avec un déficit moyen entre 1991 et 2007 de 6,8% du PIB on est un peu loin des critères de Maastricht ! Ce n'est tout de même pas la nouvelle du mois. Avant l'élection présidentielle d'octobre dernier, les projections en matière de déficit budgétaire étaient de 6,5% du PIB pour 2009. Elles ont depuis été révisées à 12% du PIB, excusez du peu. Pour 2010, le gouvernement vise une réduction du déficit à 9% du PIB, non pas en réduisant les dépenses publiques, mais plutôt en escomptant des résultats tangibles de sa lutte contre l'évasion fiscale. Rappelons tout de même que la Grèce représente 3% du PIB de la zone Euro et qu'à ce titre elle ne menace en aucune façon l'existence même de la monnaie unique. La Grèce n'a d'ailleurs nulle intention de s'en extraire, tant la hausse du coût de sa dette lui serait alors une charge insupportable. De plus, il nous semble inconcevable que les institutions européennes « laissent tomber » la Grèce et l'envoie chercher un remède qui ne pourrait être qu'une pilule amère auprès du FMI. Ce serait la porte ouverte aux interrogations du marché sur le prochain candidat à passer à la trappe (Irlande, Portugal...). Cela nous semble politiquement irréaliste.

Je croyais enfin tenir un coin de ciel bleu en présentant les perspectives économiques des pays émergents. Las, c'était sans compter sur le doute, la suspicion que génèrent les statistiques de ces pays mois après mois. J'annonce que l'Inde a connu une croissance économique de **7,9%** au

troisième trimestre, très sensiblement supérieure à celle que l'on anticipait. J'entends que la mauvaise mousson va à la fois ralentir la croissance et faire remonter l'inflation des prix alimentaires, donc les taux d'intérêt. Je détaille que la croissance de la production industrielle chinoise est de près de 13% en rythme annuel, celle des ventes de détail de plus de 15%, celle de l'investissement de plus de 30%. J'entends que la consommation est parfois subventionnée, que les investissements aggravent les surcapacités, que les crédits alimentent la spéculation. **Ce que nous voyons, à travers le prisme de nos fréquents voyages, de nos rencontres avec les entreprises et avec les administrations de ces pays, contredit ce pessimisme, cette défiance à l'égard des pays émergents, sans pour autant altérer notre jugement sur les difficultés propres à ces pays, propres à leur stade de développement et à l'état de leurs finances publiques.** Concernant la Chine, la croissance des crédits planifiée pour l'an prochain est de 15%, soit près de 7 000 milliards de Yuan, contre une croissance de 30% cette année. Le risque n'est pas trop de crédits mais trop peu. Pour financer les projets qui seront en cours en 2010, il ne faut rien de moins que cela, sans quoi des projets seront abandonnés (ce qui aurait pour effet d'augmenter les prêts défaillants) et aucun nouveau projet ne verrait le jour. D'où la demande du gouvernement chinois faite aux banques pour relever le niveau de leurs fonds propres, pour faire face à la croissance future de leur encours de crédit. Dans le cas de la Chine, une croissance trop faible des crédits aurait ainsi des conséquences négatives plus importantes qu'une croissance trop rapide aurait en termes de mauvaise allocation des ressources. Là encore évitons les jugements hâtifs. En début d'année, l'industrie automobile chinoise affichait une sur-capacité d'environ 30% par rapport au volume annuel des ventes. Avec l'aide des baisses d'impôt, des subventions et de la croissance, les ventes d'automobiles auront finalement progressé de 38% sur l'année effaçant l'intégralité de la surcapacité initiale et même un peu plus. De la même façon, le stock de logements invendus en fin d'année dernière paraissait énorme. Grâce aux mesures en faveur de ce secteur, les ventes ont progressé de 79% depuis le début de l'année, par rapport à l'an passé, ramenant le stock de logements offerts à la vente sur les niveaux les plus bas de ces dernières années et conduisant à de nouvelles hausses de prix dans l'immobilier résidentiel. Quand l'économie chinoise deviendra une économie mature, la question des surcapacités se posera. Aujourd'hui, avec la croissance prévisible à un horizon raisonnable, cette question reste une excuse visant à justifier le repli sur des investissements sur nos marchés domestiques, et vous connaissez depuis longtemps notre point de vue sur le sujet.

Nous voyons bien que la sérénité n'est pas revenue. Pas plus pour vous que pour nous. Nous entendons vos questions à la moindre étincelle, au moindre soubresaut sur les marchés boursiers, à la moindre statistique économique discordante. Nous les comprenons. Elles sont légitimes. Elles sont obsédantes. Les incertitudes obscurcissent notre visibilité sur le chemin que va prendre l'économie mondiale en 2010. Sur les conséquences en termes de marchés de taux de crédit, d'actions ou de devises. Celles-ci alimentent la bulle du scepticisme et limitent le déploiement de nos convictions à long terme qui pourtant demeurent solidement ancrées. Au moins, cette année, espérons-le, vous aura permis de confirmer que même avec une visibilité réduite, vous disposiez d'une équipe de gestion capable de tenir le cap, d'adapter la voilure aux conditions météo, d'affiner la route en fonction des vents et des courants les plus porteurs. Toute cette équipe se joint à moi pour vous souhaiter d'excellentes fêtes de fin d'année.

Eric Le Coz

Achévé de rédiger le 7 décembre 2009

Les devises

Le dollar a légèrement fléchi sur le mois. Nous évoquions dans la précédente lettre l'éventualité d'une couverture partielle du risque dollar dans les Fonds de gestion globale. Celle-ci a été prise en début de mois et conservée sur la période. Moins par une conviction forte que par le souci de limiter le risque devise à ce moment de l'année. Les perspectives sur le dollar sont évidemment liées aux perspectives de croissance et de retrait des mesures non conventionnelles par la Réserve Fédérale américaine. Pour les raisons évoquées dans l'édito de cette lettre ces perspectives ne sont pas univoques aujourd'hui. Nous continuerons donc de faire preuve de pragmatisme et de discipline en la matière pour les semaines à venir.

Les taux

Les rendements offerts sur les emprunts d'État ont poursuivi leur détente aux États-Unis comme en Europe au cours du mois, alors que nous affichions une grande prudence à leur égard sur la période. Ainsi les taux offerts sur les emprunts à 10 ans ont cédé 18pb à 3,20% aux États-Unis et 7pb à 3,16% en Allemagne sur le mois. Notre point de vue reste inchangé. Dans le cas d'un retour rapide de la croissance, les autorités monétaires devront retirer progressivement la perfusion, ce qui laissera aux agents économiques privés le seul soin de refinancer les déficits abyssaux alors que, rappelons-le, l'inflation sera supérieure à 2,5% en début d'année 2010. A contrario, si les économies développées tardent à repartir, d'autres

Nous avons continué de privilégier un certain nombre de monnaies émergentes qui nous semblent devoir se réévaluer face au billet vert au cours des prochains mois, dans un contexte où la forte croissance domestique de ces pays devrait conduire à des politiques monétaires un peu moins accommodantes, et alors que ces devises ont perdu du terrain au cours des dernières années face au dollar. L'allocation en devises émergentes de **Carmignac Patrimoine** est restée stable autour de 8% des actifs au cours du mois. Le Fonds a en revanche vu sa performance **relative** pénalisée par la surprenante bonne tenue du Yen sur le mois.

plans de relance seront mis en œuvre, avec le risque que les acheteurs actuels de bons du Trésor ne se trouvent repus avant la fin du repas. Sur la sphère du crédit privé, peu de changement en dépit de la secousse Dubaï en fin de mois. La partie émergente à légèrement décalé, de manière très temporaire, tout comme la partie haut-rendement, absente de nos portefeuilles. La performance de **Carmignac Sécurité** (comme celle de la partie taux de **Carmignac Patrimoine**) a donc été tout à fait convenable, bien que pénalisée par une sensibilité insuffisante. Là encore, l'appât du gain à court terme ne doit pas masquer les risques à moyen terme et une attitude prudente nous paraît encore de bon aloi.

Les actions

Les actions internationales ont progressé sur le mois, tirées une fois de plus par les actions des marchés émergents, en particulier par l'Amérique Latine, avec des hausses de 8% au Brésil et au Mexique. Un voyage au Brésil en cours de mois a permis de confirmer la solidité de nos choix et la bonne tenue de l'économie conduite par l'emblématique Président Lula. Les secteurs des matières premières ont aussi affiché de solides performances, permettant la bonne tenue de l'ensemble de notre gestion actions et favorisant notamment la sensible surperformance de la gestion européenne par rapport aux grands indices régionaux.

Au-delà de ces performances de court terme, et en faisant abstraction de la nervosité temporaire générée par la crise de Dubaï ou par une statistique économique inattendue, les marchés ne nous semblent pas mal orientés pour cette fin d'année et le début de 2010.

La valorisation du marché américain est certes « normalisée », autour de 15 fois les résultats 2010 pour un S&P 500 à 1 100. Cela laisse un potentiel de 12% à 15% pour ce marché, à un horizon de 12 mois, et sous réserve que les gains de productivité générés par les entreprises s'accompagnent d'un regain de croissance des chiffres d'affaires.

Dans le cas des marchés émergents, avec des valorisations comparables, mais avec une meilleure visibilité sur la croissance et davantage de débouchés, nous estimons le potentiel supérieur. Il l'est sans doute encore davantage sur les secteurs des matières premières pour ceux qui sont prêts à supporter un surcroît de volatilité. Ce thème nous paraît toujours en effet offrir un potentiel considérable compte tenu des implications du développement structurel qui a pris corps dans les économies émergentes les plus peuplées de la planète.

Les matières premières

Le secteur aurifère aura été au cours du mois le principal moteur de la performance absolue comme relative de **Carmignac Commodities**. Ce secteur a aussi largement contribué à la performance de la gestion globale. L'once d'or s'adjuge une hausse de près de 13% sur le mois (en dollars). Mieux encore, les mines aurifères progressent de plus de 21% sur la même période. Avec plus de 21% des encours de notre Fonds de matières premières consacrés à ce thème, nous en avons pleinement bénéficié.

Le secteur de l'énergie, à l'instar des cours du baril de brut, a été plus calme au cours du mois. Seule entrée notable dans le portefeuille de **Carmignac Commodities** sur la période : **Pride International** dans le secteur des services pétroliers.

Les visites d'entreprises au cours du mois, en Chine, en Albanie, ou en Argentine, ont permis à David Field de conforter ses convictions dans des secteurs aussi variés que le charbon, l'exploration de pétrole ou les gisements aurifères. Cette approche, qui privilégie les aspects qualitatifs des visites de terrain et des rencontres avec les dirigeants des sociétés sont un complément essentiel de notre approche macro-économique qui se concentre sur l'analyse des facteurs qui façonnent l'évolution marginale de l'équilibre offre-demande.

Allocation d'actifs

Les Fonds de Fonds **Carmignac Profil Réactif 100, 75 et 50** ont sous-performé leurs indicateurs de performance respectifs au cours du mois de novembre, tout en affichant des performances absolues satisfaisantes. Pour le profil le plus dynamique, la sous-exposition aux actions en début de période a pesé, l'exposition passant de 65% à 87,5% au cours du mois. Pour le plus défensif, à la sous-exposition action s'est superposée une attitude prématurément prudente sur les marchés de taux, conformément à notre analyse économique. Dans le cas du **Carmignac Profil Réactif 50** on notera néanmoins que pour un Fonds limitant son exposition actions en permanence à moins de 50% de l'actif net, la performance depuis le début de l'année, de plus de 10%, se compare favorablement à une exposition de 100% aux

actions européennes qui affichent une performance d'à peine plus de 14% (Euro Stoxx 50) sur la période, avec une volatilité du Fonds qui dépasse à peine le **tiers** de la volatilité de l'indice actions.

Conservant des pondérations importantes sur les thèmes émergents et matières premières, ainsi que sur l'univers global des petites et moyennes capitalisations, le gérant peut conserver une exposition légèrement inférieure au maximum possible et capter néanmoins l'essentiel de la hausse des marchés actions. Dans le même temps, les couvertures spécifiques aux trois Fonds de Fonds ont pour objectif de limiter la volatilité sur les secteurs où l'exposition est jugée temporairement excessive du fait de la composition des Fonds sous-jacents.

Performances des fonds

	Valeur liquidative	2009	1 an	3 ans	5 ans
CARMIGNAC INVESTISSEMENT A	7 412,97	35,96%	37,83%	15,33%	89,50%
CARMIGNAC INVESTISSEMENT E	114,93	33,95%	35,69%	10,31%	
<i>MSCI All Countries World Free (Eur)</i>	195,60	19,42%	12,79%	-27,99%	-5,18%
CARMIGNAC EURO-INVESTISSEMENT	253,23	21,41%	17,23%	-26,59%	11,58%
<i>DJ Euro Stoxx</i>	260,35	16,91%	17,10%	-31,48%	0,06%
CARMIGNAC GRANDE EUROPE A	118,32	24,40%	20,33%	-19,93%	23,65%
CARMIGNAC GRANDE EUROPE E	69,64	24,07%	19,92%		
<i>DJ Stoxx 600</i>	239,17	20,57%	15,96%	-32,01%	-2,98%
CARMIGNAC EURO-ENTREPRENEURS	152,12	36,00%	32,94%	-18,19%	28,71%
<i>DJ Stoxx 200 Small</i>	140,61	39,66%	36,16%	-30,89%	12,50%
CARMIGNAC EMERGENTS	514,33	54,73%	52,86%	-13,02%	68,10%
<i>MSCI Emerging Markets Free (Eur)</i>	634,85	55,63%	52,87%	-3,72%	62,90%
CARMIGNAC EMERGING DISCOVERY	813,55	78,33%	79,22%		
<i>Indice Carmignac Emerging Discovery (Eur)</i>	173,69	73,59%	77,91%		
CARMIGNAC INNOVATION	192,55	9,77%	4,23%	-36,77%	-15,24%
<i>Indice Carmignac Innovation (Eur)</i>	37,50	18,02%	12,85%	-19,83%	-2,56%
CARMIGNAC COMMODITIES	270,03	60,08%	55,63%	-2,60%	82,02%
<i>Indice Carmignac Commodities (Eur)</i>	233,61	37,73%	27,53%	-3,54%	54,38%
CARMIGNAC PATRIMOINE A	4 813,19	14,96%	16,23%	26,31%	60,03%
CARMIGNAC PATRIMOINE E	124,69	14,00%	15,21%	22,43%	
<i>50% MSCI AC World Free (Eur) + 50% Citigroup WGBI (Eur)</i>	109,70	9,70%	6,00%	-3,24%	12,93%
CARMIGNAC EURO-PATRIMOINE	257,32	8,03%	3,63%	-8,03%	14,97%
<i>50% DJ Euro Stoxx 50 + 50% Eonia Capitalisé</i>	107,49	7,49%	7,91%	-7,88%	11,66%
CARMIGNAC INVESTISSEMENT LATITUDE	188,18	24,66%	27,21%	21,46%	
<i>MSCI All Countries World Free (Eur)</i>	195,60	19,42%	12,79%	-27,99%	
CARMIGNAC MARKET NEUTRAL	1 038,40	0,66%	-0,03%		
<i>Eonia Capitalisé</i>	138,67	0,69%	0,92%		
CARMIGNAC PROFIL REACTIF 100	136,30	20,28%	18,75%	-17,84%	13,55%
<i>MSCI All Countries World Free (Eur)</i>	195,60	19,42%	12,79%	-27,99%	-5,18%
CARMIGNAC PROFIL REACTIF 75	160,61	14,71%	13,75%	-8,28%	19,13%
<i>75% MSCI AC World Free (Eur) + 25% Citigroup WGBI (Eur)</i>	114,56	14,56%	9,68%	-14,81%	5,70%
CARMIGNAC PROFIL REACTIF 50	142,95	10,25%	9,94%	-0,47%	21,14%
<i>50% MSCI AC World Free (Eur) + 50% Citigroup WGBI (Eur)</i>	109,70	9,70%	6,00%	-3,24%	12,93%
CARMIGNAC GLOBAL BOND	908,09	-13,88%	-13,80%		
<i>JP Morgan GGB</i>	418,91	-0,70%	-2,95%		
CARMIGNAC SECURITE	1 485,36	9,10%	11,10%	16,38%	21,10%
<i>Euro MTS 1-3 Y</i>	153,67	4,48%	5,15%	15,58%	20,13%
CARMIGNAC CASH PLUS	10 163,02	0,31%	0,80%		
<i>Eonia Capitalisé</i>	138,67	0,69%	0,92%		
CARMIGNAC COURT TERME	3 686,78	0,90%	1,20%	9,12%	13,45%
<i>Eonia Capitalisé</i>	138,67	0,69%	0,92%	9,23%	14,69%

Source Morningstar au 30/11/09, les performances passées ne préjugent pas des performances futures et ne sont pas constantes dans le temps.



DECOUVREURS DE CROISSANCE

24, place Vendôme 75001 Paris – Tél. : 01 42 86 53 35 – Fax : 01 42 86 52 10
Société anonyme. Société de Gestion de Portefeuille (agrément n° GP 97-08 du 13/03/1997),
au capital de 15 000 000 euros, RCS Paris B 349 501 676.
www.carmignac.fr