



Ctrl - Alt - Del

Je ne sais pas ce qu'il en est pour vous, mais il m'arrive fréquemment d'avoir mon ordinateur complètement bloqué. Soit que trop de programmes aient été ouverts simultanément et que l'un d'eux ne réponde plus, soit qu'une manipulation de ma part entraîne une paralysie complète. C'est souvent la combinaison et l'enchaînement de ces conditions qui conduisent au blocage. Dans ce cas-là, je n'hésite pas : Ctrl-Alt-Del et je redémarre complètement l'ordinateur. Ce faisant j'espère toujours retrouver tout en état sur mon bureau et dans mes feuilles de calcul, et bien entendu, cela ne se produit pas. Il me faut alors reprendre une partie du travail et le modifier pour ne pas retomber dans la situation précédente.

Il y a un an, l'économie américaine ralentissait sérieusement, sous l'effet d'un recul confirmé du marché immobilier et de la déliquescence déjà avérée du système bancaire. Un mois plus tard, l'économie américaine rencontrait le « bug » fatal : la mise en faillite de la banque Lehman Brothers. Face à l'ampleur du blocage du système financier mondial et à la rapidité de la contamination à l'économie réelle globale, les mesures qui ont été prises furent considérables, sans précédent, relevant de la manœuvre de dernier recours : Ctrl-Alt-Del. Ces mesures produisent aujourd'hui un redémarrage de l'économie mondiale, bien qu'à divers degrés et à des rythmes hétérogènes selon les régions. Ce redémarrage montre un paysage économique profondément modifié sous l'effet de l'accélération du rééquilibrage économique au profit de la croissance des plus importantes économies émergentes, qui constituent désormais le principal moteur de la croissance mondiale. Qui plus est, les mesures monétaires et fiscales prises dans les pays développés, en particulier dans le monde anglo-saxon, ont par leur ampleur et par leur simultanéité réduit la possibilité d'un ancrage intellectuel aux théories économiques établies depuis un siècle. Les débats entre économistes de différentes écoles deviennent parfois âpres, conduisant à davantage d'instabilité des marchés financiers. Où en sommes-nous aujourd'hui de ce redémarrage ? C'est à cette question que nous souhaitons consacrer ce point estival.

La phase de restockage dans l'ensemble de l'économie mondiale semble prendre corps. Elle n'en est qu'à ses débuts, son ampleur et sa durée demeurent des interrogations, mais les indicateurs avancés que sont les indices des Directeurs d'Achat la confirment. Ainsi pour le mois de juillet, sans surprise, la Chine et l'Inde confirment une solide expansion avec des indices de 53,3 et 55,3 respectivement (rappelons que le niveau de 50 délimite les perspectives d'expansion et de contraction de l'activité manufacturière). La Grande Bretagne a vu son indice ISM franchir en juillet la barre des 50 avec un niveau de 50,8. Quant aux États-Unis et à la zone Euro, la stabilisation de l'activité est en cours avec des indices qui progressent de 44,8 en juin à 48,9 en juillet outre Atlantique et de 44,6 à

46,3 sur le vieux continent. Aux États-Unis, la composante « Nouvelles Commandes » de cet indice a même atteint le niveau de 55,3, une indication encourageante alors que les stocks ont continué leur rapide contraction avec un indice à 33,5 pour le mois de juillet. Toutefois, la vigueur de cette reprise reste en partie conditionnée par la tenue de la consommation aux États-Unis.

La consommation des ménages américains restera durablement en demi-teinte. Dans un contexte de poursuite de la hausse du chômage, même à un rythme modéré, les ménages devraient poursuivre leurs efforts de désendettement. L'indice de confiance des consommateurs s'est replié en juin par rapport à son niveau de mai, traduisant les inquiétudes des ménages face aux perspectives économiques. Ainsi les ventes de détail, hors secteur automobile et carburants, enregistrent un repli de près de 4% par rapport au même mois de 2008, et le crédit à la consommation est en repli de 1,9% sur un an, un rythme de contraction seulement brièvement entrevu en novembre 1991. **Cependant, les dernières statistiques montrent aussi un début de stabilisation du secteur immobilier résidentiel**, ce qui pourrait redonner un peu le moral aux consommateurs américains. L'indice composite Case-Shiller des prix dans les 20 principales villes du pays a enregistré sa première hausse depuis juillet 2006. Dans le même temps, les prix atteints étant redevenus attractifs et la normalisation du crédit s'étant poursuivie, les signatures de compromis de vente augmentent, et le stock de maisons sur le marché s'apure enfin légèrement. La confirmation de cette tendance dans les mois à venir sera évidemment un élément important de pérennisation de la reprise de l'économie américaine. Ne parions donc pas trop vite sur une défaillance du consommateur américain. **La stabilisation des prix immobiliers et la reprise boursière ont de nouveau sensiblement amélioré le ratio endettement sur richesse personnelle.**

La politique monétaire accommodante et les propos rassurants de la FED concourent à la poursuite de la normalisation du crédit et à l'amélioration de la santé des banques. M. Bernanke a évoqué comme /..

il se devait de le faire la stratégie de normalisation monétaire qu'il devra mettre en œuvre quand il jugera que l'économie américaine aura durablement repris le chemin de la croissance. Il a aussi rassuré les investisseurs en précisant que cette phase de normalisation n'était pas d'actualité pour les mois à venir. Dans ce contexte, les banques ont poursuivi leur convalescence. D'une part le coût du refinancement interbancaire a continué de baisser comme en témoigne l'écart entre le taux Libor 3 mois et le taux des Bons du Trésor qui a baissé de 41pb fin juin à 30pb fin juillet. D'autre part, la pente importante de la courbe des taux a permis aux banques d'engranger des profits importants sur leur métier traditionnel du crédit, alors que les banques d'investissement bénéficiaient d'une activité d'émission génératrice de confortables commissions. Les banques ont ainsi pu dégager des profits substantiels, suffisants pour consolider leur base de capital et leur permettre de constituer de nouvelles provisions pour actifs non performants. Confortés par le bien-fondé du retournement de ce secteur, nous avons au cours du mois entré dans les portefeuilles de **Carmignac Investissement** et de **Carmignac Patrimoine** des lignes sur quatre banques (**JP Morgan, Wells Fargo** et **US Bancorp** aux États-Unis, **Barclays** au Royaume-Uni) qui se sont substituées à la position que nous détenions sur un panier de banques américaines.

Dans ce contexte, les pays émergents confirment leur capacité à générer une croissance domestique robuste.

Par nécessité plus que par choix délibéré parfois, le développement d'une composante endogène de la croissance de ces pays contribue à ce que nous appelons rééquilibrage de la croissance mondiale. Confrontés à un moindre dynamisme du commerce mondial, les mesures de stimulation prises par la Chine l'Inde ou le Brésil, ont toutes été orientées vers le soutien de la demande domestique, tant en termes de consommation des ménages que d'investissement. En l'absence de fragilité des systèmes bancaires, d'une purge sévère des excès des marchés immobiliers ou de surendettement des ménages, les mesures d'assouplissement monétaire et les plans de relance budgétaire ont produit leurs effets.

Ainsi la croissance chinoise s'est établie à 7,9% au deuxième trimestre par rapport au même trimestre de l'an passé. Mieux, les économistes de Barclays Capital ont calculé qu'au cours du second trimestre la croissance économique a atteint le rythme annualisé de 14,6%, excusez du peu ! Cela constitue une contribution de près de 2 points de croissance mondiale. Sans la Chine, la croissance mondiale aurait été nulle ou légèrement négative au cours du trimestre. Dans sa composition, la croissance chinoise est largement domestique. Avec des importations et des exportations encore en baisse de 13% et 21% respectivement au mois de juin, ce n'est certes pas dans le commerce international que réside la croissance. En revanche, les ventes de détail sont en progression de 15% sur le mois de juin, par rapport au même mois de 2008. Quant aux investissements, ils progressent de 33,5% sur la même période, aidés en cela par une progression de 34,4% de l'encours de crédit des banques en un an.

Cette progression du crédit en Chine fait aujourd'hui beaucoup de bruit. Les commentateurs occidentaux affirment que la quantité de crédits octroyés ne peut que conduire à une mauvaise allocation du capital et à une hausse future des crédits non performants. Ce qui me fait

dire au passage que ces commentateurs auraient pu prévenir les institutions bancaires occidentales pour lesquelles ils travaillent un peu plus tôt. Quoi qu'il en soit, le pourcentage de prêts non performants des banques chinoises n'est aujourd'hui que de 1,77% de l'encours total d'après les autorités de Pékin. Le gouvernement a toutefois réagi et admis qu'il faut désormais que les banques privilégient la qualité à la quantité dans la croissance de leurs encours de crédits. Dans le même temps la banque centrale a écarté la perspective d'un resserrement monétaire à court terme. Dans ce contexte, la croissance chinoise devrait donc rester solide, avec, souhaitons-le, une dynamique de consommation vigoureuse et un investissement qui progresse à un rythme contrôlé.

L'ensemble de ces éléments ont contribué à un mois très favorable pour les actifs financiers, actions, taux et crédit. Un regain d'appétit pour le risque, la recherche d'une rémunération meilleure que celle des placements monétaire ne semblent pas injustifiés. Après la vive reprise de mars à mai, les marchés actions avaient consolidé en juin et au début du mois de juillet. Les confirmations d'une amélioration de l'environnement macro-économique et les publications par les entreprises de résultats meilleurs qu'anticipés ont favorisé cette nouvelle ascension des marchés actions. Celle-ci s'est faite avec une participation légèrement accrue des investisseurs, un signe positif à nos yeux. Ainsi l'indice américain S&P 500 a franchi le niveau de 1 000 pour la première fois depuis l'élection de M. Obama le 4 novembre dernier. Plus remarquable encore, l'indice des marchés émergents a dépassé fin juillet le niveau qu'il avait la veille de la mise en faillite de la banque Lehman Brothers (notre Fonds **Carmignac Emergents** aussi). La progression des marchés émergents est ainsi importante depuis le début de l'année avec une hausse de 46% de l'indice en euros. Trop importante? Nous ne le croyons pas, car les valorisations atteintes tiennent compte de la reprise économique de ces pays sans pour autant intégrer une prime significative que pourrait légitimement justifier le différentiel de croissance par rapport aux économies développées. Il est cependant clair que la progression de l'ensemble des marchés boursiers pourrait ralentir à l'approche de niveaux techniques proches. Une pause ne paraît pas déraisonnable. Elle permettrait à l'économie réelle de rattraper les anticipations et en particulier à l'économie américaine de confirmer la perspective de sortie de récession pour la fin d'année. **Les résultats des entreprises ont été améliorés par des restructurations et des baisses charges. La phase de restockage à venir pourrait permettre de bénéficier pour la fin d'année d'une reprise du chiffre d'affaires qui se trouverait dès lors démultiplié au niveau du résultat par cette nouvelle structure de coûts.** Nous pourrions alors connaître un bon dernier trimestre avec la participation des derniers sceptiques.

Mais n'anticipons pas trop. Nous sommes en Août et l'an dernier, comme bien d'autres, je n'avais pas su vous annoncer le « bug » Lehman Brothers de septembre. Nous ne sommes certes pas dans la même situation qu'il y a un an, mais la reprise des économies occidentales est encore fragile. Les économies anglo-saxonnes sont en avance, la zone euro restera malheureusement à la traîne. Les économies émergentes tirent la croissance de l'économie mondiale, avec une composante endogène qui semble solide et qui génère une demande accrue de matières premières. Le scénario économique que nous envisageons dès la fin d'année se déroule comme prévu. Nous ne relâchons pas pour autant notre vigilance. Profitez de ce mois estival pour faire un bon Ctrl-Alt-Del et vous préparer à un redémarrage en pleine forme à la rentrée.

Eric Le Coz

Achevé de rédiger le 6 août 2009

Les devises

Les devises du G3 (dollar euro et yen) sont restées dans des bandes relativement étroites au cours du mois. Le billet vert perd toutefois 1,4 % face à la monnaie unique sur la période. La tendance est légèrement haussière sur la parité euro/dollar, chaque bas sur l'euro étant plus élevé que le précédent. Dans un contexte de moindre aversion au risque nous avons donc pris en fin de période une couverture à hauteur de 50 % du risque dollar, sous forme optionnelle, pour **Carmignac Investissement** et **Carmignac Patrimoine**.

Le contexte de marchés positif a aussi entraîné une appréciation de certaines devises émergentes dont l'ensemble de notre gestion a bénéficié. À titre d'exemple, le real brésilien progresse de 5 % face au dollar, le

won coréen de 4 %. L'Europe de l'Est a profité de ce regain d'optimisme, le zloty polonais progressant de près de 7 % face à l'euro sur le mois. La faiblesse du dollar contre toutes monnaies est reflétée dans la baisse du dollar Index. Elle traduit le redéploiement des investissements sur les actifs plus rémunérateurs que les placements sans risque en dollar. En dépit de la multiplication des accords bilatéraux pour libeller les échanges commerciaux dans d'autres monnaies que le dollar, il est néanmoins largement prématuré de parler de perte du statut de monnaie de réserve pour le billet vert. Gardons encore en mémoire son statut de valeur refuge quand les marchés se retournent.

Les taux

Les taux des emprunts d'État ont été très stables aux États-Unis, ce qui est remarquable face à l'avalanche d'émission de dette par le Trésor américain. En Europe, une détente d'environ 10 points de base a pu être observée sur l'ensemble de la courbe allemande. Le recul de l'aversion pour le risque et le début d'une inflexion macroéconomique globale ont de plus permis un resserrement de l'ensemble des spreads de crédit : crédit souverains de la zone Euro, crédits souverains émergents, crédits privés des secteurs financiers comme non financiers. C'est essentiellement sur ces deux compartiments que se sont portées nos acquisitions pour **Carmignac Sécurité** et pour **Carmignac Patrimoine** au cours du mois. Sur les crédits bancaires deux titres senior **Crédit Suisse** 2013 et **UBS** 2012 ont été achetés pour

Carmignac Sécurité, les achats sur **Carmignac Patrimoine** se sont portés sur **Bank of America** et **Citigroup** sur des maturités moyennes. Du côté des crédits d'entreprises non financières, on mentionnera l'opérateur téléphonique polonais **TPSA**, le producteur d'électricité tchèque **CEZ** ou encore **General Electric**.

Sur le mois la composante obligataire de **Carmignac Patrimoine** a contribué à la performance du Fonds à hauteur de 46 % de cette dernière (+2,14 %). La sensibilité des deux Fonds est aujourd'hui proche de 2, limitant ainsi le risque de taux tout en continuant de bénéficier des rendements offerts par le secteur privé sur lequel nous restons actifs tant en marché primaire que secondaire.

Les actions

La progression des marchés actions a été forte sur le mois, partout dans le monde, pour les raisons que nous évoquons dans l'éditorial de cette lettre. Notre gestion n'en a que partiellement bénéficié, compte tenu de pondérations sur les cycliques industrielles plus faibles dans nos portefeuilles que dans les principaux indices actions.

Après un parcours important, et à l'approche de niveaux techniques intermédiaires, on pourrait anticiper une pause estivale pour les bourses mondiales. Les indicateurs macroéconomiques sont encore mitigés et les résultats des entreprises sont essentiellement le fait des restructurations. Cependant, nos principaux thèmes d'investissement ne nous paraissent pas survalorisés. Faut-il en particulier s'inquiéter de la hausse récente des marchés émergents ? Nous ne le croyons pas. D'une part la croissance

économique et la capacité de croissance bénéficiaire des entreprises en relation avec celle-ci nous semblent solides, et ne pourront qu'être confortées par la stabilisation économique progressive des pays de l'OCDE. De plus, le scepticisme continue de limiter la participation des investisseurs internationaux sur cet univers. Nous estimons la thèse du rééquilibrage économique mondial renforcée par les événements des 12 derniers mois. Il n'en reste pas moins que tous les investisseurs n'en sont pas encore convaincus. Dans ce contexte, et avec une conviction forte sur les tendances de fond à moyen terme, nous conservons des portefeuilles qui font la part belle à ce déplacement du centre de gravité économique global.

Les matières premières

Les résultats des entreprises des secteurs métaux et minerais ont dépassé les attentes des analystes, ce qui est cohérent avec la reprise de la demande émergente, chinoise en tête, et avec la hausse corrélative des cours des matières premières sur le second trimestre. Ce secteur des métaux et minerais a vu sa pondération relevée de 33 % à 38 % des actifs de **Carmignac Commodities** au cours du mois écoulé, cette augmentation ce faisant au détriment de la pondération sur le secteur aurifère qui a été ramenée de 21 % à 14 % des encours. Les sociétés aurifères ont produit d'excellents résultats sur le trimestre. Malgré la performance de ces secteurs **Carmignac Commodities**, par son choix judicieux de titres, a réussi à accroître sensiblement son avance sur son indicateur avec une performance de 10 % contre 7,4 % sur le mois. Depuis le début de l'année cela porte la performance du Fonds à 41,5 % contre 25,8 % pour son indicateur de performance.

Les résultats des entreprises du secteur des services pétroliers ont été plus contrastés, ce qui est cohérent avec l'idée que le secteur est largement plus dépendant de la conjoncture occidentale, en particulier nord américaine. Le titre norvégien de forage offshore **Seadrill** a fait son entrée dans les portefeuilles de gestion globale.

On a donc une allocation équilibrée sur les ressources naturelles aujourd'hui. Une accalmie du côté des achats chinois sur les métaux de base ne peut en effet être écartée, ce qui entraînerait les titres de ces secteurs à marquer une pause. En revanche, si l'économie américaine confirme son élan de reprise, le secteur para-pétrolier pourrait se réveiller et apporter ainsi un surcroît de performance à nos portefeuilles. Enfin, le poids des aurifères nous paraît cohérent avec la volonté de conserver une « assurance de portefeuille » dans l'éventualité d'un scénario plus difficile ou d'un mouvement non anticipé des devises.

Allocation d'actifs

Les trois Fonds de Fonds **Carmignac Profil Réactif 100, 75 et 50** enregistrent des performances sensiblement inférieures à celles de leur indicateur de performance respectif, tout comme **Carmignac Investissement Latitude**. La période de consolidation de début juin jusqu'au 10 juillet nous avait amené à préserver les acquis en couvrant partiellement certains engagements actions dans l'ensemble des Fonds. Ce faisant, nous avons resensibilisé avec retard les Fonds qui terminent néanmoins la période avec des expositions assez proche de leur maximum autorisé. Les couvertures en direct sur les trois Profils ont ainsi coûté de 30 à 45 points de base de performance sur le mois.

Par ailleurs, les allocations stratégiques des portefeuilles actions sont restées mixtes, en particulier dans la gestion européenne, et n'ont pas complètement tiré partie de la reprise des secteurs les plus cycliques ou de plus faible qualité (automobile, chimie, industrie, banques). Les Fonds de Fonds conservent toutefois une avance significative depuis le début de l'année et toute prudence n'est pas à écarter dans une gestion dont le premier objectif est la maîtrise du risque encouru. À titre d'exemple la volatilité sur 52 semaines de **Carmignac Profil Réactif 100** est de 20% contre une volatilité de 36% sur la même période pour l'indice mondial des actions.

Performances des fonds

	Valeur liquidative	2009	1 an	3 ans	5 ans
CARMIGNAC INVESTISSEMENT A	7 066,15	29,60%	3,12%	18,00%	95,31%
CARMIGNAC INVESTISSEMENT E	109,7	27,86%	1,41%	12,77%	
<i>MSCI ACWF (Eur)</i>	187,70	14,61%	-15,29%	-26,75%	-9,03%
CARMIGNAC EURO-INVESTISSEMENT	233,5	11,95%	-24,31%	-26,57%	10,49%
<i>DJ Euro Stoxx PR EUR</i>	243,92	9,53%	-22,77%	-29,52%	-0,33%
CARMIGNAC GRANDE EUROPE A	110,62	16,31%	-22,87%	-17,94%	26,97%
CARMIGNAC GRANDE EUROPE E	65,12	16,02%	-23,28%		
<i>DJ Stoxx 600 PR EUR</i>	224,91	13,38%	-20,74%	-31,02%	-4,86%
CARMIGNAC EURO-ENTREPRENEURS	136,76	22,27%	-28,63%	-18,72%	21,62%
<i>DJ Stoxx Small 200 PR EUR</i>	128,95	28,09%	-18,07%	-27,64%	9,55%
CARMIGNAC EMERGENTS	482,88	45,27%	-11,30%	-8,59%	83,35%
<i>MSCI EM (Eur)</i>	595,30	45,94%	-10,85%	0,51%	69,39%
CARMIGNAC EMERGING DISCOVERY	767,66	68,27%	-11,48%		
<i>Indice Carmignac Emerging Discovery</i>	161,91	61,85%	-1,74%		
CARMIGNAC INNOVATION	191,89	9,40%	-26,24%	-31,81%	-11,58%
<i>Indice Carmignac Innovation</i>	36,30	14,25%	-6,66%	-18,33%	-10,26%
CARMIGNAC COMMODITIES	238,62	41,46%	-29,20%	-8,62%	83,57%
<i>Indice Carmignac Commodities</i>	213,47	25,85%	-21,84%	-9,54%	53,33%
CARMIGNAC PATRIMOINE A	4 731,04	13,00%	16,51%	27,62%	62,18%
CARMIGNAC PATRIMOINE E	122,76	12,23%	15,48%	23,91%	
<i>CP Benchmark</i>	106,45	6,45%	4,70%	-3,04%	9,74%
CARMIGNAC EURO-PATRIMOINE	242,75	1,91%	-9,89%	-8,41%	16,64%
<i>CEP Benchmark</i>	104,18	4,18%	-7,08%	-6,64%	11,68%
CARMIGNAC INVESTISSEMENT LATITUDE	186,16	23,32%	9,05%	27,34%	
<i>MSCI ACWF (Eur)</i>	187,70	14,61%	-15,29%	-26,75%	
CARMIGNAC MARKET NEUTRAL	1 017,24	-1,40%	-4,70%		
<i>EONIA Capitalis Jour TR EUR</i>	138,50	0,57%	2,12%		
CARMIGNAC PROFIL RÉACTIF 100	132,54	16,96%	-17,34%	-14,46%	19,28%
<i>MSCI ACWF (Eur)</i>	187,70	14,61%	-15,29%	-26,75%	-9,03%
CARMIGNAC PROFIL RÉACTIF 75	157,18	12,26%	-9,07%	-5,35%	24,07%
<i>CPR75 Benchmark</i>	110,53	10,53%	-4,07%	-14,00%	2,03%
CARMIGNAC PROFIL RÉACTIF 50	141,18	8,88%	-2,24%	2,09%	25,72%
<i>CPR50 Benchmark</i>	106,45	6,45%	4,70%	-3,04%	9,74%
CARMIGNAC GLOBAL BOND	971,08	-7,91%	1,64%		
<i>JPM GGB</i>	412,07	-2,32%	17,09%		
CARMIGNAC SÉCURITÉ	1 466,89	7,74%	11,00%	16,43%	22,13%
<i>EuroMTS Maturity 1-3 Yr TR EUR</i>	152,32	3,56%	8,66%	15,73%	20,97%
CARMIGNAC CASH PLUS	10 171,34	0,39%	0,63%		
<i>EONIA Capitalis Jour TR EUR</i>	138,50	0,57%	2,12%		
CARMIGNAC COURT TERME	3 682,3	0,77%	2,48%	9,98%	13,80%
<i>EONIA Capitalis Jour TR EUR</i>	138,50	0,57%	2,12%	10,28%	15,37%

Source Morningstar au 06/08/09, 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