

La Lettre mensuelle

// ÉDITO

2012, une année très Rock 'n' Roll ?

Nous y sommes préparés. Faudra-t-il pour autant désert (tous) les actifs financiers de long terme. Nous ne le croyons pas mais la question est d'autant plus légitime que l'année 2011 a été calamiteuse pour bon nombre d'entre eux, et parfois loin d'être conforme à l'environnement macroéconomique. Trois exemples : si l'on m'avait dit en janvier 2011 que la zone euro traverserait la plus grave crise de son histoire et que les fondements même de la monnaie unique seraient remis en cause, je me serais attendu à voir l'euro 15% plus bas qu'en début d'année face au dollar, et non juste un petit 3% comme cela s'est produit. Si l'on m'avait dit en janvier 2011 que l'économie chinoise afficherait une croissance de 9% alors que pour l'Europe une récession se profilerait à l'horizon, je me serais attendu à une nette surperformance des actions chinoises face aux indices européens et non à l'inverse, qui s'est pourtant produit. Enfin, si l'on m'avait dit en janvier 2011 que le cours du baril de pétrole progresserait de 14% et l'once d'or de près de 9%, j'aurais escompté une performance positive sur les secteurs des services pétroliers et des mines aurifères et non des baisses de ces titres qui ont atteint 12% et 8,5% respectivement.

Ainsi au cours de cette année 2011 pleine d'incertitudes et de rebondissements, dont une bonne partie fut d'ordre politique, la seule lecture correcte de la carte macroéconomique s'est avérée insuffisante. La gestion des risques a primé, elle a réussi à amortir la chute des marchés, et même si cette prudence a conduit à laisser passer quelques points de gain dans les rebonds techniques des marchés, nous sommes confiants que dans la durée, elle est un atout majeur de notre gestion.

Cette année s'annonce-t-elle sous de meilleurs auspices ? En dépit de perspectives économiques toujours aussi incertaines, les deux thèmes majeurs que sont la réduction de l'endettement des pays occidentaux et le développement de la consommation domestique émergente pourraient constituer un environnement



favorable aux marchés, d'autant plus que le monde hors l'Europe ne va pas si mal. Le potentiel de revalorisation de nos actifs est important. Toutefois, en ce début d'année de nouveau, la gestion des risques nous semble devoir primer, d'abord et avant tout en raison de la situation européenne.

L'avenir de l'euro n'est en effet pas L'assuré. Ses concepteurs l'avaient imaginé

comme la première pierre d'un édifice d'une véritable union économique et politique européenne. Leurs successeurs, laxistes ou complaisants, ont reporté les réformes structurelles nécessaires, se retranchant devant l'illusoire protection d'une monnaie qui leur apportait stabilité et faible taux de refinancement. L'heure des comptes a sonné depuis 2010. Et la réponse apportée au gré des multiples sommets « de la dernière chance » ne satisfait ni ne rassure personne encore. Seule la performance économique de l'Allemagne est exceptionnelle et dans ce contexte européen mérite d'être saluée. Cette performance pourra-t-elle perdurer alors que ses principaux partenaires commerciaux seront en récession et que

l'économie globale ralentit ? Sans doute pas en termes absolus, mais en termes relatifs la situation germanique reste enviable. C'est le seul pays de la zone qui se refinance à 10 ans à des taux inférieurs à l'inflation.

Dans le même temps l'Italie doit payer 7% ses créiteurs à 10 ans. Ce n'est pas tenable. Le mandat de la BCE doit être élargi, pour constituer un rempart solide qui donne le temps aux pays pour se restructurer. En tout état de cause, pour 2012, les taux directeurs de la zone euro doivent impérativement encore baisser et l'euro doit s'affaiblir. Les nécessaires réformes structurelles dans la zone euro requièrent au préalable une dévaluation qui permette au moins pour les pays les plus faibles de retrouver une compétitivité.

Dans ce scénario, les obligations seraient soutenues par la présence d'un acheteur en premier et en dernier ressort, les sociétés exportatrices le seraient par l'affaiblissement de l'euro, et les actifs mondiaux par le recul des craintes d'un risque systémique qui menace de contaminer l'économie globale.

Malgré une crise politique domestique et un début de contamination de la crise européenne, l'économie américaine a fait preuve d'une grande résilience. La reprise de la chaîne de production japonaise a occasionné un sensible sursaut d'activité ces derniers mois. De même, la consommation des ménages, certes au prix d'une ponction sur leur épargne (passée de 5% fin juin à 3,5% fin novembre), a surpris positivement depuis la rentrée. En dépit d'une contraction du secteur public, l'économie américaine semble donc avoir encore une certaine traction. Les moteurs qui ont contribué à ce sursaut d'activité sont cependant fragiles. En revanche, la baisse de 4,34% à 2,90% des taux des emprunts d'Etat à 30 ans sur les douze derniers mois pourrait constituer un élément positif pour le secteur immobilier encore en état de catalepsie. Le risque principal pesant sur l'économie américaine est politique. La bataille électorale va véritablement s'engager et tout espoir de réforme, dans ce contexte, semble exclu. Quant à l'éventuel soutien monétaire de la Fed, il semble exclu au moins pour le premier semestre.

Les taux d'intérêt devraient donc rester bas et les anticipations d'inflation modérées. Un contexte favorable aux actions dont la valorisation, autour de 13 fois les résultats 2011, demeure attrayante. Quel est le

risque principal ? Une hausse du dollar qui pénaliserait les entreprises. N'oublions pas en effet que 45% du chiffre d'affaires du S&P500 est réalisé en dehors des Etats-Unis. Une exposition au dollar est dans ce sens un moyen de compenser partiellement ce risque.

La Chine et l'ensemble des pays émergents doivent négocier habilement leur « soft landing ». Le contexte occidental devrait favoriser cet atterrissage en douceur. La croissance anticipée de l'univers émergent restera tout de même de près de 6%. L'automne a vu la publication d'une abondante glose sur l'éclatement de la bulle immobilière chinoise et ses conséquences sur le système financier du pays. Le ralentissement de l'économie chinoise et la difficulté qu'il y a pour le gouvernement à gérer les excès induits par le colossal plan de relance annoncé en novembre 2008 sont une réalité.



Un excès d'expansion du crédit, une allocation du capital parfois douteuse ou inappropriée, des tensions inflationnistes qui ont perduré bien plus que nous ne l'anticipions et qui ont nécessité un resserrement monétaire important, sont les raisons pour lesquelles les marchés actions de Shanghai et Hong Kong ont déçu.

Loin de nier ces problèmes, il nous semble en revanche qu'ils sont aujourd'hui maîtrisables. **Ce qui nous semble important, et peut-être difficile à concevoir depuis l'Europe, c'est qu'en Chine la résolution de ces problèmes se fera par la croissance et non par une accumulation de mesures d'austérité.** En 2012, la croissance nominale du PIB devrait être proche de 14% et celle de l'encours de crédit devrait être du même ordre, soit entre 7,5 et 8 trillions de yuans. On aura donc une économie qui va continuer de créer de la richesse, à un rythme soutenu, mais sans dérapage excessif de l'endettement global. Quant à l'immobilier, rappelons-nous que le gouvernement a orchestré cette consolidation du secteur. Par ailleurs,

n'oublions pas que la Chine fait encore face, et pour de nombreuses années, à un déficit de logements. Le gouvernement a, en toute logique, tenu compte de cette pénurie présente et à venir et prévu de construire 10 millions de logements par an en privilégiant et en subventionnant le logement social. Le secteur de la construction ne va donc pas s'effondrer et les meilleurs acteurs du secteur tireront leur épingle du jeu.

La réorientation des économies émergentes vers la demande domestique, vers la consommation des ménages, va se poursuivre et s'accélérer. De plus, ces pays disposent de marges de manœuvre importantes en matière de soutien monétaire et fiscal. Enfin, la baisse en deuxième partie d'année des monnaies, et des valorisations boursières inférieures à celles des marchés développés sont autant d'éléments qui rendent les placements tant obligataires qu'actions sur cet univers particulièrement attrayants.

Une année 2012 rock 'n' roll donc, au cours de laquelle la gestion des risques conservera toute son importance, mais une année où notre gestion internationale actions, diversifiée et obligataire, dispose de puissants moteurs de performance que nous nous emploierons à exploiter avec ardeur et passion. Mais avant cela, je vous souhaite mes meilleurs vœux pour 2012.

Eric Le Coz

Achévé de rédiger le 3 janvier 2012

// PERFORMANCES DES FONDS

	Valeur liquidative	2011	3 ans	5 ans
Carmignac Investissement A	8164,36	-9,95%	51,12%	24,36%
Carmignac Investissement E	124,54	-10,62%	46,39%	17,04%
<i>MSCI All Countries World Free (Eur)</i>		-6,39%	43,97%	-17,28%
Carmignac Grande Europe A	120,49	-14,47%	29,23%	-20,98%
Carmignac Grande Europe E	69,61	-15,12%	26,41%	-
<i>DJ Stoxx 600</i>		-11,34%	24,20%	-33,05%
Carmignac Euro-Entrepreneurs	160,57	-12,97%	46,69%	-18,56%
<i>DJ Stoxx 200 Small</i>		-17,52%	52,37%	-29,99%
Carmignac Emergents	639,77	-12,09%	98,03%	5,04%
<i>MSCI Emerging Markets Free (Eur)</i>		-17,75%	76,48%	2,00%
Carmignac Emerging Discovery	924,38	-19,12%	112,51%	-
<i>Index CARMIGNAC Emerging Discovery (Eur)</i>		-24,34%	94,54%	-
Carmignac Innovation	194,22	-8,53%	20,26%	-34,06%
<i>Index CARMIGNAC Innovation (Eur)</i>		3,27%	52,91%	1,70%
Carmignac Commodities	324,13	-21,12%	95,38%	15,09%
<i>Index CARMIGNAC Commodities (Eur)</i>		-13,26%	59,00%	7,26%
Carmignac Patrimoine A	5112,26	-0,76%	25,45%	36,22%
Carmignac Patrimoine E	131,12	-1,25%	23,10%	30,71%
<i>50% MSCI AC World Free (Eur) + 50% Citigroup WGBI (Eur)</i>		1,76%	34,69%	16,46%
Carmignac Emerging Patrimoine A	96,52	-	-	-
Carmignac Emerging Patrimoine E	96,42	-	-	-
<i>50% MSCI EM Free (Eur) + 50% JPM GBI EM (Eur)</i>		-	-	-
Carmignac Euro-Patrimoine	273,36	-1,19%	16,06%	-4,20%
<i>50% DJ Euro Stoxx 50 + 50% Eonia Capitalisé</i>		-8,08%	-0,82%	-16,52%
Carmignac Investissement Latitude	205,80	-9,81%	37,82%	30,44%
<i>MSCI All Countries World Free (Eur)</i>		-6,39%	43,97%	-17,28%
Carmignac Market Neutral	1026,04	-6,62%	-1,29%	-
<i>Eonia Capitalisé</i>		0,88%	2,07%	-
Carmignac Profil Reactif 100	147,14	-11,76%	34,34%	-11,44%
<i>MSCI All Countries World Free (Eur)</i>		-6,39%	43,97%	-17,28%
Carmignac Profil Reactif 75	170,14	-8,66%	25,47%	-2,30%
<i>75% MSCI AC World Free (Eur) + 25% Citigroup WGBI (Eur)</i>		-2,31%	39,49%	0,32%
Carmignac Profil Reactif 50	150,67	-4,29%	19,83%	6,19%
<i>50% MSCI AC World Free (Eur) + 50% Citigroup WGBI (Eur)</i>		1,76%	34,69%	16,46%
Carmignac Global Bond	1009,10	9,47%	1,86%	-
<i>JP Morgan GGB</i>		10,81%	25,48%	-
Carmignac Securite	1528,02	0,81%	13,59%	21,24%
<i>Euro MTS 1-3 Y</i>		0,54%	5,65%	16,93%
Carmignac Cash Plus	10481,21	1,62%	3,99%	-
<i>Eonia Capitalisé</i>		0,88%	2,07%	-
Carmignac Court Terme	3735,07	0,95%	2,31%	10,36%
<i>Eonia Capitalisé</i>		0,88%	2,07%	10,41%

Source Morningstar au 30/12/2011.

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

● **Les devises :** Les avantages d'un euro plus faible

Il aura fallu attendre fin octobre le dénouement de la tragédie grecque et le pathétique sommet du G20 à Cannes pour voir fléchir significativement l'euro face au dollar (-9% en 2 mois). La baisse de la monnaie unique devrait se poursuivre en 2012, l'Europe entrant en récession et la BCE conduisant les taux directeurs à des niveaux proches de zéro. Ce fléchissement sera un atout pour nos sociétés exportatrices, sur lesquelles l'équipe actions européennes porte toute son attention. Cette baisse est aussi un atout

pour notre gestion internationale, qu'elle soit obligataire ou actions, du fait de sa capacité à bénéficier de l'appréciation des devises face à l'euro. Les monnaies émergentes ont souffert des rapatriements de capitaux internationaux sous l'effet d'une contagion de l'aversion au risque. Elles nous semblent cependant aujourd'hui globalement sous-évaluées, à part peut-être la roupie indienne à court terme.

● **Les taux :** Une gestion obligataire qui tient la route

L'effet refuge et la perspective d'un fort ralentissement ont profité aux emprunts d'Etat allemands qui, sur une maturité de 10 ans, ont encore perdu 45 points de base en décembre pour finir l'année à 1,83%. Dans le même temps le 10 ans américain cédait 19 points de base à 1,88% en fin d'année. La sensibilité élevée de nos portefeuilles obligataires a donc été profitable sur ce dernier mois. En décembre, les taux à 10 ans italiens restaient quant à eux stables autour de 7%. L'Italie est l'un des pays qui a les plus importants besoins de refinancement de la zone euro en 2012, en particulier sur le premier trimestre. Qui peut raisonnablement penser que les finances italiennes vont se redresser en obligeant le pays à se refinancer à des taux aussi punitifs ? Ces niveaux montrent clairement

que la stabilisation de la situation en zone euro n'est pas acquise. Notre gestion obligataire a tiré son épingle du jeu, en faisant preuve d'une grande prudence et en diversifiant ses avoirs sur des sociétés solides et sur des dettes de pays aux fondamentaux économiques sains. Les performances annuelles de 0,8%, 1,6% et 9,5% sur l'année respectivement pour **Carmignac Sécurité**, **Carmignac Cash Plus** et **Carmignac Global Bond** sont à saluer dans ce contexte difficile. Les rendements courants de nos portefeuilles d'instruments de taux (et ceux de nos Fonds diversifiés **Carmignac Patrimoine** et **Carmignac Emerging Patrimoine**), la base de leur performance future, sont aujourd'hui particulièrement attractifs.

● **Les actions :** La gestion de l'exposition nette au risque actions est un atout

En dépit d'une lecture macro-économique assez juste, notre gestion globale n'a pas réussi à surperformer ses indicateurs de performance. La principale raison en est une allocation trop importante aux actions émergentes, durement (et souvent injustement) pénalisées par des tensions inflationnistes persistantes puis par la crainte d'un ralentissement économique prononcé. Le corollaire de cette surpondération émergente a été une sous-pondération importante des valeurs américaines qui ont largement surperformé l'ensemble des grands indices actions mondiaux (avec une performance étale de l'indice S&P500 en dollar). Néanmoins,

dans un contexte global défavorable pour la classe d'actifs, la gestion de l'exposition nette a été d'un grand secours en permettant de contenir l'érosion liée à la baisse des marchés actions. Le meilleur exemple en est **Carmignac Euro-Patrimoine**, qui à travers une stratégie qui s'apparente au « long-short », et avec une exposition maximum au risque actions de 50%, ne cède que 1,2% sur l'ensemble de l'année, et qui sur 3 ans, avec une hausse de 16%, fait deux fois mieux que l'indice Eurostoxx 50 (dividendes réinvestis).

● **Les matières premières :** La croissance chinoise restera forte

Malgré une reprise importante sur le dernier trimestre, notre gestion sur ces secteurs a souffert en 2011. Aucun refuge n'a été réellement possible, du fait d'une législation UCIT qui interdit l'indexation directe aux matières premières physiques. En effet, sur l'ensemble de l'année, en dollar, le cours du Brent affiche une hausse de 14% et l'once d'or s'adjudge une hausse de 8,8%. Dans le même temps l'indice des valeurs des services pétroliers recule de 11,8% et l'indice des mines aurifères baisse de 8,5%. Les cours des matières premières sont restés soutenus sous l'effet d'une demande

toujours en croissance, même si cette dernière est moins abrupte qu'au plus haut du cycle, ou sous l'effet de tensions géopolitiques. Or, la Chine, l'Inde, le Brésil, l'Indonésie vont continuer de croître et leur croissance va continuer d'être intensive en ressources naturelles. Il nous semble donc que les titres des sociétés que nous détenons dans nos portefeuilles globaux comme dans **Carmignac Commodities** offrent un potentiel de rattrapage très significatif qui se matérialisera pour peu que l'aversion au risque recule à la faveur d'une résolution de la crise européenne.

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

Une année difficile pour les performances absolues et relatives de nos Fonds de Fonds, pénalisés comme les fonds globaux, par une allocation émergente trop importante. Dont acte. La gestion de l'exposition nette aux actions reste un atout et un garant d'une nécessaire flexibilité pour l'année à venir. Quant aux actions émergentes, comme mentionné dans l'édito de

cette lettre, elles nous semblent offrir le meilleur potentiel de la classe d'actifs actions. Leur détention devrait nous permettre de rapidement combler le léger retard accumulé cette année.