

Troisième trimestre 2009

Carmignac Gestion

Perspectives économiques et stratégie d'investissement

I - Perspectives économiques

- La reprise économique mondiale est confirmée, mais l'écart se creuse entre pays développés et pays émergents

Si les économistes du FMI entrevoient une confirmation de la reprise de croissance des pays développés pour 2010 (+1,6% aux Etats-Unis et au Japon et +0,3% en Europe), l'univers développé dans son ensemble tarde à confirmer une dynamique de croissance pérenne. En effet, en dépit des plans de relance, ce retour à la croissance est principalement attribuable à l'amélioration des soldes commerciaux (liée au recul des importations) et à une résistance meilleure que prévue de la consommation. Cette bonne tenue de la demande finale s'appuie toutefois sur des éléments qui pourraient s'avérer fragiles. Outre les classiques effets d'aubaine liés aux mesures de soutien du type « prime à la casse » dans le secteur automobile aux Etats-Unis, la consommation a bénéficié de la baisse des prix à la consommation (-1,5% sur un an glissant). Les effets mécaniques de cette baisse en termes de gains de pouvoir d'achat paraissent difficilement reproductibles pour la période à venir, notamment en raison de la baisse des salaires horaires.

- L'univers émergent, et en premier lieu la Chine, affiche des perspectives de croissance saines

Cette situation contraste fortement avec la remarquable résistance dont font preuve les pays émergents. L'efficacité de ses plans de relance a en particulier permis à la Chine de renouer avec un taux de croissance proche des 9%, alors que l'Inde retrouve une croissance de plus de 6% et que le Brésil se redresse vigoureusement. Le tonus affiché par l'économie chinoise profite largement à ses voisins les plus dépendants des marchés extérieurs : Taïwan comme la Corée du Sud voient leurs exportations contribuer de nouveaux fortement à leur croissance grâce au dynamisme de leur puissant voisin. La Corée, par exemple, n'est en effet plus qu'à 6% du niveau de ses exportations d'avant le choc de Lehman Brothers. La vigueur de la demande chinoise profite également au pays producteurs de matières premières, qui affichent des taux de croissance enviables.

► Les autorités publiques doivent maintenir leur soutien aux économies développées

Dans un contexte où le rebond économique des pays développés est encore mal assuré, il nous apparaît essentiel que les autorités publiques maintiennent leurs politiques de soutien tant budgétaires que monétaires. Paradoxalement, le risque le plus dommageable à notre scénario serait celui de la perception d'une reprise économique trop rapide qui justifierait une normalisation prématurée des politiques monétaires dans les pays les plus stratégiques pour l'équilibre mondial. Un arrêt des mesures non conventionnelles de la part de la Réserve Fédérale conduirait inévitablement à une remontée sensible des taux obligataires et à une réduction sensible de la liquidité. Les principales économies avancées nous paraissent donc devoir poursuivre leurs politiques accommodantes, reportant à plus tard les inévitables ajustements : retrait de la liquidité et, surtout rétablissement des comptes publics. Le lent processus de réduction de levier doit pouvoir se poursuivre afin d'assurer le transfert de la dette de la sphère privée vers la sphère publique à des taux de financement supportables pour tous les gouvernements.

II - Stratégie d'investissement

I – Actions internationales

► Le contexte de marché reste favorable aux marchés d'actions et justifie notre positionnement offensif

Notre optimisme du trimestre précédent quant à la poursuite du rebond marché des actions n'a pas été déçu et les évolutions des derniers mois valident sans ambiguïté notre choix structurel d'expositions aux thématiques de l'amélioration du niveau de vie dans les pays émergents et de son corolaire qu'est le thème de la rareté des ressources naturelles. Par ailleurs, la belle résistance des marchés actions des pays développés face à la série de chiffres économiques décevants outre Atlantique de fin septembre à début octobre justifie notre choix de maintenir notre exposition aux marchés d'actions à un niveau élevé. En effet, la croissance molle des économies développées présente l'avantage de reporter à plus tard ce qu'il est convenu d'appeler les « stratégies de sorties » des politiques monétaires et budgétaires expansionnistes. Alliée à des taux proche de zéro et à des liquidités plus qu'abondantes, nous estimons que cette combinaison de facteurs constitue un contexte favorable aux marchés d'actions.

► Les marchés ne nous semblent pas surévalués

Si les sociétés américaines sont certes, après la hausse de cet été, valorisées à 17,5 fois leurs bénéfices moyens des 10 dernières années, soit près de 10% au dessus de leur valorisation médiane des 20 dernières années, le multiple bénéficiaire estimé à 14,8 fois pour 2010 est encore raisonnable, notamment grâce aux gains de productivité en cours. Les réductions de coûts opérées par les entreprises en dépit de la chute d'activité, alliées à la réduction de la charge de leur dette permise par la réduction de leur endettement constituent deux facteurs très favorables à la profitabilité des entreprises. Quant aux sociétés émergentes et de matières premières, elles maintiennent leur décote moyenne de 20% par rapport aux indices des Bourses des pays avancés, malgré leur appréciation récente et leurs perspectives nettement plus favorables.

- ▶ Nous restons positionnés sur la thématique de l'amélioration du niveau de vie dans les pays émergents et sur le thème des ressources naturelles

Dans la partie offensive du portefeuille de Carmignac Investissement (70%), le thème de l'amélioration du niveau de vie dans les pays émergents conserve sa prééminence, avec 26,2% des encours. La crise s'est avérée un accélérateur du rééquilibrage global dont bénéficient les pays neufs. La normalisation des politiques monétaires permises par la rapide amélioration économique de des principaux pays émergents contribue à l'accélération de l'appréciation des devises émergentes vis-à-vis des grandes monnaies internationales, fournissant une incitation supplémentaire à investir dans l'univers émergent. Les ressources naturelles représentent pour leur part 23,7% des encours de Carmignac Investissement. La robustesse de la demande de matières premières dans les pays émergents, combinée au fait que la demande semble avoir atteint un point bas dans les pays développés, conforte notre confiance dans les perspectives à moyen terme.

- ▶ Nous maintenons une composante défensive à hauteur de 30% des actifs de Carmignac Investissement

Aux côtés des 70% investis sur les thématiques de croissance, le Fonds Carmignac Investissement détient un compartiment défensif représentant 30% des encours, constitués de valeurs défensives (santé, consommation non cyclique, etc ;) et de positions aurifères. Représentant 13,2% des encours de Carmignac Investissement, le thème aurifère continue d'offrir la meilleure couverture contre la matérialisation du risque tant inflationniste que déflationniste.

II – Moteurs de performance obligataires

- ▶ Nous poursuivons notre stratégie destinée à bénéficier de la détente des primes sur les emprunts privés

Dans leur ensemble, les obligations d'entreprises ont bénéficié au cours des mois passés d'un fort resserrement des primes de risques, à la faveur de l'amélioration du contexte économique. Nous pensons que ce mouvement devrait se poursuivre, mais dans un contexte de surperformance des crédits les plus risqués par rapport au moins risqués. Compte tenu d'un environnement économique devenu plus favorable, nous avons initié une rotation de portefeuille en cédant les emprunts affichant des primes inférieures à 80 points de base pour nous concentrer (à hauteur de 40% du portefeuille corporate) sur des primes plus généreuses à 2% et plus, sur des crédits dont le profil rendement/risque nous semble attrayant. Le poste emprunts privés représente 30% des actifs de Carmignac Patrimoine.

- ▶ Les stratégies émergentes ont été renforcées

La césure macro-économique observée entre marchés développés et marchés émergents contribue à un mouvement d'appréciation des devises émergentes. Les primes de risque sur les dettes extérieures se sont ainsi détendues au cours du trimestre, tenant notamment compte de l'entrée du Brésil dans la classe des crédits de premier rang. Quant aux dettes locales, elles ont profité de la détente des indices d'inflation permettant aux banques centrales de poursuivre leur politique accommodante. Dans ce contexte, nous

avons renforcé nos stratégies émergentes, tant sur la dette locale et la dette extérieure que sur les devises. Ce poste représente désormais 10,5% des actifs de Carmignac Patrimoine.

► Les emprunts d’Etat présentent un profil rendement/risque peu attrayant

Même dans notre scénario d’une reprise lente de l’activité dans les pays développés, les emprunts d’Etat des pays développés nous semblent présenter un profil rendement/risque peu attrayant. La baisse des taux observée sur le dernier trimestre ne nous semble pas un phénomène durable. Dans ce contexte, le poste emprunt d’Etat dans Carmignac Patrimoine a été réduit de 15% à 10% des actifs.

► Nous restons positionnés sur les obligations américaines indexées sur l’inflation

Nous avons en revanche jugé prudent de renforcer nos lignes en emprunts indexés sur l’inflation américaine, car, même si l’inflation salariale devrait demeurer quasi inexistante compte tenu de la faiblesse du marché du travail, l’inflation nominale devrait progresser au cours des prochains mois en raison d’effets de base défavorables. Ce poste représente 9% de l’actif de Carmignac Patrimoine.

Contacts pour la presse:

CARMIGNAC GESTION

Josipa FINK

Tél : +33 1 70 92 33 74

jfink@carmignac.com

CITIGATE FIRST FINANCIAL

Edi Cohen

Tél : +31 6 21 51 78 20

edi.cohen@citigateff.nl

À propos de Carmignac Gestion

Fondée en 1989 par Edouard Carmignac, Carmignac Gestion est aujourd’hui en Europe l’une des principales sociétés de gestion indépendantes. Le capital est entièrement détenu par les dirigeants et le personnel. De cette façon, l’entreprise est assurée de sa viabilité sur le long terme grâce à un actionnariat stable qui reflète son esprit d’indépendance. C’est là une valeur essentielle à laquelle est attachée l’entreprise car elle lui assure la liberté dont elle a besoin pour conduire une gestion de portefeuille à la fois performante et reconnue.

Avec près de 30 milliards d’euros d’encours sous gestion, Carmignac Gestion propose 19 fonds dans toutes les catégories d’actif, que ce soient des fonds actions ou des fonds équilibrés auxquels il faut ajouter des offres de gestion sous mandat.

Nos fonds sont activement distribués dans 8 pays européens : la France, le Luxembourg, la Suisse, la Belgique, l’Italie, l’Allemagne, l’Espagne et les Pays-Bas. Dans le cadre de son développement à l’international, l’entreprise a ouvert une filiale au Luxembourg en 1999 et deux bureaux de représentation à Madrid et à Milan en 2008.