

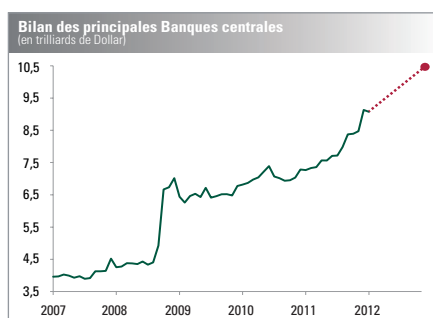
La Lettre mensuelle

// ÉDITO

C'est un peu plus que de l'économie...

Chacun se souvient de cette phrase « It's the economy, stupid », attribuée à Bill Clinton lors de sa campagne électorale victorieuse de 1992 pour la Présidence des Etats-Unis. Dès lors que le candidat démocrate comprit que la situation économique du pays était la clé du problème, il concentra ses attaques sur ce thème et amorça une remontée spectaculaire dans les sondages d'opinion, pour finir par l'emporter devant George Bush. Il serait confortable que l'anticipation des tendances de marchés se laisse aussi facilement réduire qu'un discours électoral à l'analyse de la seule réalité économique. Il n'en est bien-sûr rien, en particulier depuis trois ans, où les fondamentaux économiques voient leur impact sur les marchés largement bousculés par deux autres facteurs clé que sont les liquidités disponibles (il faut bien de l'argent pour investir), et la perception du risque (que vaut la liquidité sans l'envie de l'investir ?). D'où une envolée de la volatilité des marchés, et l'importance en ce premier trimestre 2012 d'une stratégie d'investissement lucide sur l'enchevêtrement de ces trois paramètres.

L'année 2011 accumulait les sources de Risque (ralentissement économique global aggravé par la catastrophe japonaise, non traitement du surendettement public en Europe, renchérissement du coût de l'énergie, blocage politique aux Etats-Unis). Le déni de ces réalités par la Banque Centrale Européenne, qui relevait encore ses taux directeurs en juillet, nous incitait donc à la plus grande prudence, finalement justifiée. Depuis la fin d'année 2011, une accumulation de décisions de politique monétaire a modifié l'équilibre des forces : l'initiative par la BCE, redoublée le 28 février dernier, des fameux «LTRO», enveloppes de financement sans limite à trois ans aux banques européennes, la politique toujours très accommodante de la Fed, les injections de liquidité par les Banques du Japon et d'Angleterre, ainsi qu'enfin un début de relaxation monétaire dans les pays émergents ont redonné une prépondérance massive aux liquidités



Source: Credit Suisse, Thomson Reuters Datastream, février 2012

disponibles. Prenant acte de l'ouverture de ces vannes monétaires, les taux d'exposition dans la plupart de nos Fonds furent relevés en début d'année à des niveaux proches de leur maximum. Mais nous nous gardons bien de perdre de vue l'évolution des risques et des réalités économiques, ces deux autres paramètres que l'abondance de liquidités ne saurait compenser qu'à court terme.

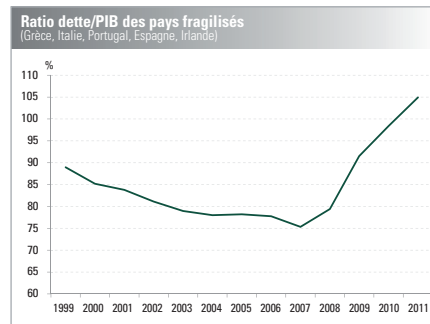
Au chapitre de la perception des risques, l'initiative de la BCE a traité efficacement la crainte d'un « moment Lehman » européen. Le secteur bancaire voit désormais la plus grande partie de ses besoins de refinancement assurée jusqu'à 2014. D'autres risques importants demeurent néanmoins. D'abord les risques d'exécution du deuxième plan de sauvetage de la Grèce ne sont pas triviaux. Ensuite, les liquidités injectées dans le secteur bancaire n'ont pas encore trouvé le chemin de l'économie réelle : la contraction du crédit privé dans la zone euro y augmente le risque de récession, rendant chaque mois un peu plus illusoire les calendriers de réduction de dette publique (à l'instar de l'Espagne, déjà contrainte de devoir renégocier son objectif de déficit pour 2012).

Plus généralement, cette collision des perspectives entre des pays faibles, engagés sur une trajectoire économique intenable, et des pays plus forts, certes conscients de leur intérêt d'assurer l'avenir de la zone euro, mais dont les exigences budgétaires donnent parfois l'impression qu'elles soutiennent leurs partenaires européens comme la corde soutient le pendu, est lourde d'incertitudes. Enfin, le risque d'un choc externe sur le prix du pétrole, en hausse de 15% en deux mois, provoqué par l'aggravation de la tension géopolitique autour de la posture du gouvernement iranien, constitue une menace concrète pour la consommation dans les pays développés et le rythme de relaxation monétaire dans les pays émergents.

Quant aux réalités économiques, elles offrent un paysage toujours contrasté entre les grandes régions. Aux Etats-Unis, les indicateurs macroéconomiques suggèrent une poursuite de l'embellie, tirée par la consommation domestique et les exportations. Et de nombreuses entreprises que nous rencontrons nous confirment leur perception d'un secteur américain de la construction en légère reprise. Cependant, le besoin de désendettement de l'Etat et des ménages outre-Atlantique constitue une contrainte durable sur l'investissement public et la consommation, tandis que le rythme de progression des résultats des entreprises semble commencer à s'infléchir. Le petit mieux économique n'autorise donc pour l'instant qu'une extrapolation prudente au moyen terme.

En Europe, les perspectives économiques demeurent mal engagées. A la pression d'un secteur bancaire toujours frileux (le montant de ses réserves de précaution auprès de la Banque centrale a augmenté de 50% en un an), et une monnaie toujours trop chère, s'ajoutent des restrictions budgétaires cumulatives qui commencent à peser sur la consommation de l'ensemble de la zone. Portant sur l'Italie, l'Espagne ou l'Irlande le même jugement de gabegie gouvernementale chronique porté à bon droit sur la Grèce, la Commission européenne et le FMI continuent de plaquer sur ces pays des remèdes d'austérité radicale. Or, avant le début de la crise, l'endettement des pays du sud de l'Europe baissait tendanciellement et ne dépassait pas en moyenne 75 % du PIB. L'Espagne et l'Irlande étaient en excédent budgétaire. L'Italie elle-même générait un large excédent budgétaire primaire. Ces pays ont par conséquent un besoin urgent aujourd'hui d'une augmentation de leur compétitivité, de leur flexibilité du travail et de leur croissance, et non de réductions

de dépenses violentes. Même en Grèce, comment ne pas voir que les sacrifices salariaux imposés, comme l'abaissement de 22% du salaire minimum mensuel à 483 euros, ne sauraient constituer un ajustement structurel mais au contraire une purge conjoncturelle, qui-plus-est insupportable socialement. La BCE a évité la mort subite de la zone euro mais le jeûne que s'impose cette région convalescente est autodestructeur.



Source: Paul Krugman

Dans les pays émergents, la normalisation des conditions économiques se poursuit. Alors que la décure inflationniste est enclenchée et que le rythme de croissance du crédit s'est ralenti, l'expansion économique qui avait brutalement accéléré en 2009-2010 suite aux plans de relance, parfois excessifs, de 2008 va pouvoir retrouver des niveaux de long terme. En Inde, la consommation dans les zones rurales, qui représente 55% de la consommation totale, continue d'être tirée par l'augmentation du niveau de vie, et le soutien du Gouvernement central. Au Brésil, le pilotage économique nous paraît toujours très pertinent: l'augmentation récente de 14% du salaire minimum, un marché de l'emploi très bien orienté, des investissements étrangers qui continuent de financer les investissements en infrastructure, permettent une bonne visibilité sur la croissance, attendue sur des niveaux de 3,5 à 4% en 2012, malgré la baisse des dépenses publiques. En Chine, les chiffres statistiques de début d'année sont peu lisibles du fait de l'impact du nouvel an Chinois. Mais à partir de l'examen de paramètres en tendances, comme le niveau de la consommation d'électricité, il est clair que le ralentissement économique, souhaité et orchestré en bon ordre, est en cours, vers un rythme de croissance de l'ordre de 7,5 à 8% en 2012. L'incertitude réside davantage dans le rythme de l'assouplissement monétaire qui accompagnera ce ralentissement, le gouvernement chinois souhaitant visiblement achever sa reprise en main du secteur immobilier résidentiel avant de baisser significativement sa garde. La réduction déjà

entamée du taux des réserves obligatoires pour les banques chinoises (-50 points de base en février) devrait se poursuivre lentement, suivie par une décure des taux directeurs. Globalement, la visibilité sur une croissance émergente, plus modeste que ces dernières années, mais solide et durable, nous semble par conséquent satisfaisante.

Ainsi, la dynamique positive entre Aliquidités, perception des risques et économie réelle demeure puissante à ce jour, mais reste exposée à des forces de rappel multiples. C'est pourquoi non seulement nous demeurons très attentifs à son évolution, mais aussi nous accompagnons nos taux d'investissement élevés par des constructions de portefeuille lucides : préférence pour les entreprises américaines et européennes peu sensibles au contexte macroéconomique, pour la consommation domestique dans les pays émergents, les mines d'or, sous-pondération du secteur bancaire européen, et forte diversification en devises (privilégiant notamment le dollar américain). Notre stratégie d'investissement vise ainsi à saisir les opportunités de revalorisation qu'offrent encore aujourd'hui les marchés, tout en maintenant une gestion du risque très active.

Didier Saint-Georges

Achevé de rédiger le 5 mars 2012

● **Les devises :** Une police d'assurance précieuse

Comme il est d'usage depuis le début de la crise, l'euro, en hausse de 3% contre le dollar depuis le début de l'année, a profité du regain d'optimisme affiché par les marchés. Ce faisant, il continue de peser sur la compétitivité des exportateurs européens et nous continuons de penser que son affaiblissement en tendance demeure inéluctable, pour que la zone euro dans son ensemble retrouve le chemin de la croissance. Par ailleurs, à défaut d'une solution crédible pour la zone euro à brève échéance, c'est

alors la confiance générale dans sa monnaie qui viendrait à manquer. Par conséquent, une importante exposition dans nos Fonds au dollar, mais aussi aux monnaies émergentes continue de constituer une « police d'assurance » précieuse que nous conservons, contre une détérioration de la situation européenne.

● **Les taux :** Primauté des emprunts privés

Il est remarquable que le rebond des marchés actions en ce début d'année n'ait pas trouvé son pendant dans une tension sur les taux. Les emprunts d'Etat allemands et américains ont en effet vu leurs taux à dix ans demeurer dans une fourchette étroite, ne dépassant que très rarement le niveau de 2% sur les deux derniers mois. Il faut certainement y voir à la fois la prise en compte d'une intervention crédible des Banques centrales européenne et américaine sur la courbe des taux, ainsi qu'une perception des risques incertaine par les investisseurs, qui souhaitent maintenir en portefeuille une part de valeurs refuge. Dans ce contexte, ce sont plus que jamais les obligations privées qui constituent un moteur de performance

puissant pour notre gestion taux, grâce à un resserrement logique des écarts de crédit. Elles permettent notamment à nos fonds **Carmignac Global Bond**, **Carmignac Sécurité** et **Carmignac Cash Plus**, avec des performances respectives de -1,98%, 1,93% et 1,45% depuis le début de l'année de surperformer largement leurs indicateurs de référence. Au sein de nos fonds diversifiés **Carmignac Patrimoine**, et **Carmignac Emerging Patrimoine**, en hausse de respectivement 2,77% et 7,16% sur les deux premiers mois de l'année, la même dynamique s'applique, rehaussée dans le monde émergent d'une décrue continue des taux.

● **Les actions :** Un fort relèvement de nos expositions tout en restant très attentifs aux risques

Notre approche sur les marchés actions a consisté à capturer le rebond provoqué par l'abondance de liquidités par des taux d'exposition maximum, tout en suivant attentivement les risques associés (voir édito). Cette stratégie a permis à **Carmignac Investissement** et **Carmignac Grande Europe**, en hausse de respectivement 8,98% et 9,81% de surperformer leurs indicateurs de référence tout en étant restés largement à l'écart des valeurs européennes cycliques ou financières. Un tel comportement asymétrique a été, naturellement, un peu plus difficile à mettre en œuvre dans nos Fonds spécialisés, qui affichent néanmoins des performances très honorables, bien que légèrement en retrait par rapport à leurs indicateurs de référence (**Carmignac Euro-Entrepreneurs** +10,95%,

Carmignac Emergent +13,14% , **Carmignac Emerging Discovery** +10,75%). On notera qu'une fois de plus, notre fonds **Carmignac Euro-Patrimoine** a fait la preuve de sa flexibilité : après avoir su naviguer à travers l'année 2011 en terminant sur une performance de -1,19%, le Fonds parvient à s'adjuger encore +5,21% depuis le début de l'année 2012. Comme indiqué dans l'édito, le rebond des marchés actions dans l'univers émergent nous semble reposer sur des fondements économiques bien plus solides qu'en Europe, c'est pourquoi nous avons continué d'y renforcer nos positions dans l'ensemble de nos gestions actions, y compris à travers des entreprises exportatrices américaines et européennes.

● **Les matières premières :** Un comportement honorable

Un rebond logique pour cette classe d'actifs en ce début d'année, mais sans effet multiplicateur particulier par rapport aux indices actions. En effet le rebond du prix des matières premières est relativement modeste dans un environnement macroéconomique global encore incertain (+5,61% pour l'indice global des matières premières), mais le secteur des minières a bénéficié du regain d'appétit pour le risque. Le secteur énergétique a naturellement profité des tensions sur le prix du pétrole, ce qui a conduit nos valeurs de production et de services pétroliers à

s'apprécier, tant dans notre gestion globale que spécialisée. Par ailleurs, le prix de l'or a repris 9,92% depuis le début d'année, ce qui a permis aux mines d'or de s'adjuger un bon parcours également. Dans ce contexte, la gestion de **Carmignac Commodities**, comme dans nos fonds globaux, s'est appliquée à accompagner des taux d'exposition élevés par des constructions de portefeuille prudentes. Cette approche a permis à notre fonds spécialisé de dégager une performance de +9,76% depuis le début de l'année pour, plus d'un point au-dessus de son indicateur de référence.

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

Performance tout-à-fait satisfaisante de nos Fonds de Fonds en ce début d'année qui battent tous trois leurs indicateurs de référence avec des hausses respectives de +4,13%, +6,27% et +8,01% pour les fonds Carmignac Profils réactifs 50, 75 et 100. Là encore, l'équilibre entre des taux d'exposition élevés d'une part, et une gestion très diversifiée d'autre

part (actions, crédit, Europe, pays émergents) a été clé dans la production d'une bonne performance ajustée du risque. S'y est ajoutée une gestion tactique pertinente sur l'euro notamment, prenant acte de son regain de popularité à court terme.

// PERFORMANCES DES FONDS

	Valeur liquidative	2012	1 an	3 ans	5 ans
Carmignac Investissement A	8 831,45	8,98%	2,70%	60,38%	38,83%
Carmignac Investissement E	134,49	8,86%	1,96%	55,44%	30,69%
<i>MSCI All Countries World Free (Eur)</i>		7,55%	-0,61%	68,37%	-11,12%
Carmignac Grande Europe A	134,84	9,81%	-3,57%	47,56%	-14,22%
Carmignac Grande Europe E	77,77	9,71%	-4,27%	44,34%	-
<i>DJ Stoxx 600</i>		8,09%	-7,73%	52,86%	-27,59%
Carmignac Euro-Entrepreneurs	180,87	10,95%	-0,57%	62,03%	-10,51%
<i>DJ Stoxx 200 Small</i>		13,21%	-8,27%	85,54%	-21,45%
Carmignac Emergents A	729,02	13,14%	8,74%	107,89%	19,15%
Carmignac Emergents E	112,94	12,94%	-	-	-
<i>MSCI Emerging Markets Free (Eur)</i>		14,31%	0,61%	105,26%	19,03%
Carmignac Emerging Discovery A	1 050,86	10,75%	-1,91%	119,44%	-
<i>Indice CARMIGNAC Emerging Discovery (Eur)</i>		16,57%	-2,31%	129,28%	-
Carmignac Commodities A	353,15	9,76%	-14,89%	102,58%	27,15%
Carmignac Commodities E	109,40	9,40%	-	-	-
<i>Indice CARMIGNAC Commodities (Eur)</i>		8,74%	-7,73%	-6,29%	-6,29%
Carmignac Patrimoine A	5 369,53	2,77%	4,36%	25,12%	40,97%
Carmignac Patrimoine E	137,56	2,70%	3,85%	22,82%	35,29%
<i>50% MSCI AC World Free (Eur) + 50% Citigroup WGBI (Eur)</i>		2,54%	4,99%	42,41%	18,92%
Carmignac Emerging Patrimoine A	105,12	7,16%	-	-	-
Carmignac Emerging Patrimoine E	104,81	7,01%	-	-	-
<i>50% MSCI EM Free (Eur) + 50% JPM GBI EM (Eur)</i>		10,77%	-	-	-
Carmignac Euro-Patrimoine	291,19	5,21%	7,71%	20,87%	-1,07%
<i>50% DJ Euro Stoxx 50 + 50% Eonia Capitalisé</i>		4,25%	-7,86%	14,31%	-12,89%
Carmignac Market Neutral A	1 038,59	1,49%	-0,33%	-0,45%	3,60%
<i>Eonia Capitalisé</i>		0,07%	0,84%	1,87%	9,82%
Carmignac Profil Reactif 100	162,65	8,01%	-0,21%	42,50%	-4,06%
<i>MSCI All Countries World Free (Eur)</i>		7,55%	-0,61%	68,37%	-11,12%
Carmignac Profil Reactif 75	185,20	6,27%	1,32%	30,44%	3,94%
<i>75% MSCI AC World Free (Eur) + 25% Citigroup WGBI (Eur)</i>		5,04%	2,26%	55,22%	5,11%
Carmignac Profil Reactif 50	160,93	4,13%	3,51%	22,23%	10,45%
<i>50% MSCI AC World Free (Eur) + 50% Citigroup WGBI (Eur)</i>		2,54%	4,99%	42,41%	18,92%
Carmignac Global Bond A	1 045,20	-1,98%	8,08%	-7,36%	-
<i>JP Morgan GGB</i>		-2,79%	10,60%	18,82%	41,31%
Carmignac Securite	1 575,20	1,93%	2,46%	13,52%	22,87%
<i>Euro MTS 1-3 Y</i>		1,63%	2,10%	5,59%	18,08%
Carmignac Cash Plus A	10 688,68	1,45%	2,92%	4,95%	-
<i>Eonia Capitalisé</i>		0,07%	0,84%	1,87%	9,82%
Carmignac Court Terme	3 744,29	0,16%	1,01%	2,08%	9,96%
<i>Eonia Capitalisé</i>		0,07%	0,84%	1,87%	9,82%

Source Morningstar au 29/02/2012.

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