

## LETTRE DES GÉRANTS

# CARMIGNAC PORTFOLIO LONG-SHORT EUROPEAN EQUITIES

26/07/2023 | MALTE HEININGER

Chers investisseurs,

Le deuxième trimestre de 2023 a été un trimestre difficile pour nous, car l'environnement macroéconomique est resté complexe et confus. **Comme détaillé dans notre dernière lettre trimestrielle, l'économie est toujours fortement impactée par les impacts directs et indirects de la période Covid, qui ont déséquilibré l'économie mondiale et ont conduit à une désynchronisation globale du cycle.**

Notre fonds\*\* a généré une performance de -0,93%, nette des frais, au cours du trimestre. Comme le montre le tableau ci-dessous, **alors que notre portefeuille « Core Long » a généré une performance positive, aidé par nos fortes convictions sur Alcon, Prada et Microsoft; nos positions vendeuses « Alpha Shorts » ont souffert de la hausse du marché portée par le Beta et le momentum de marché.**

### YTD – Contribution par poche

Core Longs	+3.61
Trading Longs	-0.05
Relative value/Special sit	-0.03
Alpha Shorts	-3.57
Hedging	-3.12

Données au 30/06/2023. Source: Carmignac, 30/06/2023

Au cours du deuxième trimestre, les marchés d'actions européens ont été globalement stables après une forte hausse au T1, tandis que les marchés d'actions américaines ont continué à se redresser. **En examinant les fondamentaux, cette divergence entre les États-Unis et l'Europe est logique.** L'économie américaine se tient bien et les données sont meilleures que prévues, défiant les prévisions d'une récession à court terme.

**La force de l'économie américaine, entre autres, bénéficie toujours du stimulus extraordinaire et des trillions de dollars imprimés dans le sillage de la pandémie de Covid.** Les efforts de politique monétaire visant à absorber cette liquidité, via un resserrement quantitatif et des taux d'intérêt plus élevés, ont jusqu'à présent été entièrement compensés par la politique budgétaire extrêmement expansive du gouvernement américain, sous la forme de l'Inflation Reduction Act (IRA), de l'US Infrastructure Act, du Chips Act, etc.

Le déficit budgétaire des États-Unis pour 2023 s'élève à 8%, un chiffre incroyablement élevé en dehors des périodes de crise et de guerre, alors que le taux de chômage est inférieur à 4%. D'autre part, le consommateur américain est devenu beaucoup moins sensible aux hausses de taux d'intérêt, car plus de 90% des prêts hypothécaires résidentiels, qui représentent 80% de la dette des consommateurs, sont principalement à long terme et à taux fixes.

**Les marchés cycliques précoces, tels que le marché immobilier et l'industrie immobilière dans son ensemble, avec de grands effets d'entraînement sur l'économie globale, se maintiennent assez bien** grâce à :

- La construction commerciale, qui a été soutenue par l'IRA et la relocalisation.
- Le marché des nouvelles constructions résidentielles est contre-intuitivement aidé par les taux plus élevés qui réduisent la quantité de logements d'occasion disponibles car les gens ne peuvent pas refinancer, améliorant ainsi la demande de nouvelles constructions.

Alors que l'inflation diminue et que le marché du travail reste assez tendu, les salaires réels ont commencé à augmenter. De plus, nous observons également des indicateurs avancés aux États-Unis, tels que le ratio stocks par rapport

aux nouvelles commandes de l'ISM pourraient atteindre un creux, ce qui pourrait être le début d'un cycle de réapprovisionnement. Ainsi si nous cherchons à résumer, l'économie américaine semble assez bonne et bien que les bénéfices et les multiples puissent le refléter, il n'y a pas de signes imminents que l'économie va se retourner soudainement.

En Europe, la situation est différente pour de nombreuses raisons. **Si on considère la période Covid, nous n'avons jamais eu autant de stimulus monétaire et budgétaire que les États-Unis. En sortant de la Covid, nous n'avons pas bénéficié non plus de mesures de relances équivalentes aux stimulus américains (IRA, Infrastructure, etc.) qui soutiennent l'économie.** Et de fait, les origines de l'inflation en Europe provenaient principalement de la crise énergétique et des perturbations des chaînes d'approvisionnement liées à la Covid, plutôt que d'une quantité excessive de monnaie. Bien que nous n'ayons pas bénéficié d'un stimulus aussi important, nous avons pour autant connu un resserrement monétaire équivalent sous la forme de hausses de taux d'intérêt sans précédent pour lutter contre le choc inflationniste. Ce qui a eu un impact majeur sur les marchés immobiliers qui connaissent une proportion importante de taux variables ou à court terme comme la Suède ou le Royaume-Uni - beaucoup plus que sur le marché immobilier américain. Par exemple, les prix des maisons allemandes ont chuté plus rapidement cette année que pendant la crise financière et l'industrie de la construction est confrontée à un enjeu majeur avec l'effondrement de nouveaux projets. L'espoir d'un retour en force de la Chine plus tôt cette année qui stimulerait les exportations européennes ne s'est pas concrétisé et l'économie chinoise continue d'être très faible.

**Les problèmes structurels de l'Europe sont évidemment toujours très présents et, bien que l'arrivée de l'intelligence artificielle (IA) soit un changement historique qui aura d'énormes implications pour toutes les entreprises, les moteurs de ce développement sont, à quelques exceptions près, une fois de plus aux États-Unis et élargiront encore l'écart structurel entre les deux continents.**

Les marchés européens sont à leur plus haut niveau après un premier semestre solide et de nombreuses entreprises continuent de bénéficier de l'environnement inflationniste et de la normalisation plus lente que prévue des problèmes de

chaîne d'approvisionnement. **Le cycle des stocks forts en 2022 touche maintenant à sa fin et, bien que l'accumulation de stocks ait stimulé la croissance l'année dernière, elle devrait être un frein important en 2023.** Les stocks d'entreprises européennes ont considérablement augmenté au cours des dernières années, poussant les ratios stocks/ventes dans de nombreux secteurs à des niveaux proches des plus hauts de 20 ans. Depuis le début de la pandémie de Covid, ces entreprises ont renforcé leur compte de résultat grâce à ces pénuries d'approvisionnement artificielles et à leur pouvoir de fixation des prix. Mais **les stocks ont un coût élevé et ils sont exposés à un ralentissement de la demande car le pouvoir de fixation des prix ne peut être maintenu éternellement, ce qui par voie de conséquence a un impact sur les marges et la rentabilité. Plus récemment, nous avons commencé à remarquer les premiers signes de fissures.**

La chimie, une industrie particulièrement sensible au cycle économique qui, par nature, n'a pas de carnet de commandes et ne bénéficie plus des pénuries artificielles, nous donne un véritable aperçu de l'économie actuelle. Ce secteur a connu une avalanche d'avertissements sur les bénéfices cette année dans tous les marchés finaux (BASF, Clariant, Croda, DSM ou Lanxess, entre autres), en raison de niveaux élevés de stocks/déstockage et de la faible demande finale. D'autres industries sont encore isolées de ces développements en raison de leurs carnets de commandes fournis, mais la configuration sous-jacente est similaire, avec des stocks élevés dans toute la chaîne d'approvisionnement et une faible demande finale. Par conséquent, **à moins qu'il n'y ait un rebond important de la croissance économique, de nombreuses entreprises seront affectées dans les mois à venir.**

**Alors même que les marchés boursiers sont actuellement encore enthousiastes à l'idée que l'inflation diminue, l'impact pour les entreprises sera une faible capacité de fixation des prix sur la base de volumes faibles.** Ici encore, nous commençons à voir ce phénomène se produire, dans diverses industries (par exemple, dans les produits alimentaires de base aux États-Unis comme General Mills ou Campbell Soup, où le vent favorable de la fixation des prix a commencé à s'estomper, tandis que les volumes sont bien faibles).

En résumé, **les perspectives macroéconomiques restent complexes, avec un marché américain assez fort, stimulé fiscalement et boosté par l'IA, une économie chinoise faible avec des risques politiques et une économie européenne qui s'essouffle. Du point de vue de l'investissement fondamental pur, il semble que de nombreuses distorsions liées à la Covid, qui ont faussé les finances des entreprises et l'économie dans son ensemble, commencent à se normaliser, ce qui profitera aux stratégies d'investissement fondamental.**

Comme toujours, notre attention reste portée sur les spécificités des entreprises et les cas d'investissement « bottom-up » et nous sommes très enthousiastes quant aux opportunités qui se présentent à nous.

**Nous vous souhaitons un excellent été !**

**PERFORMANCES DE CARMIGNAC PORTFOLIO LONG-SHORT EUROPEAN EQUITIES F EUR ACC** (ISIN : LU0992627298)

	2018	2019	2020	2021	2022	2023 (YTD)
<b>Carmignac Portfolio Long-Short European Equities F EUR Acc</b>	+5.15 %	+0.32 %	+7.42 %	+13.57 %	-5.72 %	-2.00 %
Indicateur de référence	-2.42 %	+3.42 %	-0.13 %	+3.00 %	-	-

  

	3 ans	5 ans	10 ans
<b>Carmignac Portfolio Long-Short European Equities F EUR Acc</b>	+3.00 %	+2.95 %	-
Indicateur de référence	-	-	-

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.  
Elles sont nettes de frais (hors éventuels frais d'entrée appliqués par le distributeur).

Source : Carmignac au 31/07/2023



Durée minimum de placement recommandée :



## PRINCIPAUX RISQUES DU FONDS

**RISQUE LIÉ À LA STRATÉGIE LONG/SHORT** : Ce risque est lié aux positions acheteuses et/ou vendeuses à des fins d'ajustement de l'exposition nette au marché. Le Fonds pourrait subir des pertes élevées si ses expositions longues et courtes évoluaient simultanément en sens contraire et de façon défavorable. **ACTION** : Les variations du prix des actions dont l'amplitude dépend de facteurs économiques externes, du volume de titres échangés et du niveau de capitalisation de la société peuvent impacter la performance du Fonds. **TAUX D'INTÉRÊT** : Le risque de taux se traduit par une baisse de la valeur liquidative en cas de mouvement des taux d'intérêt. **RISQUE DE CHANGE** : Le risque de change est lié à l'exposition, via les investissements directs ou l'utilisation d'instruments financiers à terme, à une devise autre que celle de valorisation du Fonds.

**Le Fonds présente un risque de perte en capital.**

\* Echelle de risque du KID (Document d'Informations Clés). Le risque 1 ne signifie pas un investissement sans risque. Cet indicateur pourra évoluer dans le temps.

## COMPOSITION DES COÛTS

**Coûts d'entrée** : 4,00% du montant que vous payez au moment de votre investissement. Il s'agit du maximum que vous serez amené à payer. La personne en charge de la vente du produit vous informera des frais réels.

**Coûts de sortie** : Nous ne facturons pas de frais de sortie pour ce produit.

**Frais de gestion et autres frais administratifs et d'exploitation** : 1,46% de la valeur de votre investissement par an. Cette estimation se base sur les coûts réels au cours de l'année dernière.

**Commissions liées aux résultats** : 20,00% max. de la surperformance lorsqu'elle est constituée et excède le High-Water Mark. Le montant réel varie en fonction de la performance de votre investissement. L'estimation des coûts agrégés ci-dessus inclut la moyenne des 5 dernières années, ou depuis la création du produit si celui-ci a moins de 5 ans.

**Coûts de transaction** : 1,04% de la valeur de votre investissement par an. Il s'agit d'une estimation des coûts encourus lorsque nous achetons et vendons les investissements sous-jacents au produit. Le montant réel varie en fonction de la quantité que nous achetons et vendons.

## INFORMATIONS LÉGALES IMPORTANTES

**Communication publicitaire. Veuillez vous référer au KID/prospectus avant de prendre toute décision finale d'investissement. Ce document est destiné à des clients professionnels.** Le présent document ne peut être reproduit en tout ou partie, sans autorisation préalable de la Société de gestion. Il ne constitue ni une offre de souscription ni un conseil en investissement. Ce document n'est pas destiné à fournir, et ne devrait pas être utilisé pour des conseils comptables, juridiques ou fiscaux. Il vous est fourni uniquement à titre d'information et ne peut être utilisé par vous comme base pour évaluer les avantages d'un investissement dans des titres ou participations décrits dans ce document ni à aucune autre fin. Les informations contenues dans ce document peuvent être partielles et sont susceptibles d'être modifiées sans préavis. Elles se rapportent à la situation à la date de rédaction et proviennent de sources internes et externes considérées comme fiables par Carmignac, ne sont pas nécessairement exhaustives et ne sont pas garanties quant à leur exactitude. À ce titre, aucune garantie d'exactitude ou de fiabilité n'est donnée et aucune responsabilité découlant de quelque autre façon pour des erreurs et omissions (y compris la responsabilité envers toute personne pour cause de négligence) n'est acceptée par Carmignac, ses dirigeants, employés ou agents. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Elles sont nettes de frais (hors éventuels frais d'entrée appliqués par le distributeur). Le rendement peut évoluer à la hausse comme à la baisse en raison des fluctuations des devises, pour les actions qui ne sont pas couvertes contre le risque de change. La référence à certaines valeurs ou instruments financiers est donnée à titre d'illustration pour mettre en avant certaines valeurs présentes ou qui ont été présentes dans les portefeuilles des Fonds de la gamme Carmignac. Elle n'a pas pour objectif de promouvoir l'investissement en direct dans ces instruments, et ne constitue pas un conseil en investissement. La Société de Gestion n'est pas soumise à l'interdiction d'effectuer des transactions sur ces instruments avant la diffusion de la communication. Les portefeuilles des Fonds Carmignac sont susceptibles de modification à tout moment. La référence à un classement ou à un prix ne préjuge pas des classements ou des prix futurs de ces OPC ou de la société de gestion. La durée minimum de placement recommandée équivaut à une durée minimale et ne constitue pas une recommandation de vente à la fin de ladite période. Morningstar Rating™ : © Morningstar, Inc. Tous droits réservés. Les informations du présent document : -appartiennent à Morningstar et / ou ses fournisseurs de contenu ; ne peuvent être reproduites ou diffusées ; ne sont assorties d'aucune garantie de fiabilité, d'exhaustivité ou de pertinence. Ni Morningstar ni ses fournisseurs de contenu ne sont responsables des préjudices ou des pertes découlant de l'utilisation desdites informations. L'accès au Fonds peut faire l'objet de restriction à l'égard de certaines personnes ou de certains pays. Le présent document ne s'adresse pas aux personnes relevant d'une quelconque juridiction où (en raison de la nationalité ou du domicile de la personne ou pour toute autre raison) ce document ou sa mise à disposition est interdit(e). Les personnes auxquelles s'appliquent de telles restrictions ne doivent pas accéder à ce document. La fiscalité dépend de la situation de chaque personne. Les fonds ne sont pas enregistrés à des fins de distribution en Asie, au Japon, en Amérique du Nord et ne sont pas non plus enregistrés en Amérique du Sud. Les Fonds Carmignac sont immatriculés à Singapour sous la forme d'un fonds de placement de droit étranger réservé aux seuls clients professionnels. Les Fonds ne font l'objet d'aucune immatriculation en vertu du US Securities Act de 1933. Le fonds ne peut être proposé ou vendu, directement ou indirectement, au bénéfice ou pour le compte d'une « US person » au sens de la réglementation S américaine et du FATCA. La décision d'investir dans le(s) fonds promu(s) devrait tenir compte de toutes ses caractéristiques et de tous ses objectifs, tels que décrits dans son prospectus. Les risques et frais relatifs aux Fonds sont décrits dans le KID (Document d'informations clés). Le KID doit être tenu à disposition du souscripteur préalablement à la souscription. Le souscripteur doit prendre connaissance du KID. Les investisseurs peuvent perdre tout ou partie de leur capital, attendu que les Fonds n'offrent pas de garantie de capital. Tout investissement dans les Fonds comporte un risque de perte de capital. Carmignac Portfolio désigne les compartiments de la SICAV Carmignac Portfolio, société d'investissement de droit luxembourgeois conforme à la directive OPCVM. Les Fonds sont des fonds communs de placement de droit français conformes à la directive OPCVM ou AIFM. La société de gestion peut décider à tout moment de cesser la commercialisation dans votre pays.

**En Suisse** : Le prospectus, KID, et les rapports annuels des Fonds sont disponibles sur le site [www.carmignac.ch](http://www.carmignac.ch) et auprès de notre représentant en Suisse (Switzerland) S.A., Route de Signy 35, P.O. Box 2259, CH-1260 Nyon. Le Service de Paiement est CACEIS Bank, Montrouge, succursale de Nyon / Suisse Route de Signy 35, 1260 Nyon. Les investisseurs peuvent avoir accès à un résumé de leurs droits en français sur le lien suivant à la section 6 intitulée «Résumé des droits des investisseurs». **En France** : Le prospectus, les KID, la VL et les rapports annuels des Fonds sont disponibles sur [www.carmignac.fr](http://www.carmignac.fr), ou sur demande auprès de la Société de gestion. Les investisseurs peuvent avoir accès à un résumé de leurs droits en français sur le lien suivant à la section 6 intitulée «Résumé des droits des investisseurs». **Au Luxembourg** : Le prospectus, les KID, la VL et les rapports annuels des Fonds sont disponibles sur [www.carmignac.lu](http://www.carmignac.lu), ou sur demande auprès de la Société de gestion. Les investisseurs peuvent avoir accès à un résumé de leurs droits en français sur le lien suivant à la section 6 intitulée «Résumé des droits des investisseurs».