

Perspectives économiques et stratégie d'investissement pour le troisième trimestre 2011

I - Perspectives économiques

► **Les pays développés sont confrontés à un risque de « japonisation »**

Confrontés au problème du surendettement public, la croissance des pays développés court le risque d'être durablement affaiblie par les pressions récessives issues de la poursuite de la réduction de l'effet de levier, comme le fut la croissance de l'économie japonaise après l'éclatement de sa crise du crédit au début des années 1990. Les politiques d'austérité mises en œuvre ou seulement préconisées font ainsi de plus en plus peser le risque d'une « japonisation » des économies avancées. Face à un climat déflationniste durable, le retour à la vertu budgétaire est en effet problématique. Les mesures de rigueur prématurées sont susceptibles d'entraîner des effets récessifs sur la croissance, rendant à leur tour très difficile la résorption des déficits publics.

► **L'irrésolution des autorités européennes aggrave la crise et exerce des effets de contagion**

En Europe, où le risque de spirale déflationniste est particulièrement élevé pour plusieurs Etats membres, le FMI et les pays les plus vertueux de la zone imposent une vertu budgétaire suicidaire à des pays sans croissance alors que la BCE, simultanément, ajoute au stress par ses hausses de taux directeurs. L'exemple japonais constitue pourtant une démonstration imparable des dangers de cette politique. L'impossibilité pour les pays fragilisés de dévaluer leurs monnaies ne laisse d'autre choix que celui de la restructuration de leur dette - la mieux organisée possible - , accompagnée de mesures fortes visant à améliorer leur compétitivité économique. Les attaques répétées par les marchés expriment cette évidence mais la résistance dogmatique de la BCE rend chaque jour qui passe l'ajustement à venir plus difficile et coûteux pour les pays périphériques. Elle crée également un redoutable risque de contagion à l'Espagne, l'Italie, et demain peut-être la France.

► **Le report de l'inévitable restructuration de la dette grecque pèse sur le crédit des Etats européens**

Les perspectives d'évolution de taux en Europe risquent, une fois n'est pas coutume, de se démarquer de celles des Etats-Unis. En effet, le ralentissement conjoncturel outre-Atlantique touche nos économies avec son retard habituel de 3 à 6 mois, réduisant ainsi le potentiel de reprise des taux longs. Sur la partie courte de la courbe des taux, la fragilisation grandissante des pays européens « périphériques » milite pour la conduite par la Banque centrale européenne d'une politique monétaire moins intransigeante, réduisant selon nous la probabilité d'une nouvelle hausse des taux directeurs d'ici la fin de l'année. A contrario, le report désastreux de l'inévitable restructuration de la dette grecque pèsera sur le crédit de l'ensemble des pays européens. Le devoir d'assistance à une liste grandissante de pays fragilisés, sauvegarde de l'euro oblige, alourdira le bilan des émetteurs souverains notés AAA.

► Le ralentissement économique aux Etats-Unis sera plus durable qu'anticipé par le marché/consensus

Aux Etats-Unis, le ralentissement entamé au cours du deuxième trimestre est encore généralement perçu comme une pause de milieu de cycle provoquée par un déstockage normal à ce stade et par des facteurs exogènes temporaires. Si nous considérons vraisemblable l'amélioration des données macroéconomiques sur les tous prochains mois, en conséquence de la baisse des cours du pétrole et des effets positifs sur la production du rétablissement de la chaîne de production japonaise, nous estimons cependant que ce rebond sera de courte durée pour au moins trois raisons. La première est que les indicateurs avancés de la croissance américaine se sont trop affaiblis ces derniers mois pour ne signaler qu'une légère et passagère inflexion du cycle. La seconde est que certaines variables contribuant à la croissance actuelle sont au maximum possible de leur contribution. Ainsi, les ventes au détail peuvent difficilement continuer de croître à un rythme de 7,5% par an. La troisième raison de notre scepticisme, la plus importante, a trait à la persistance des effets déflationnistes de la réduction de l'effet de levier dans l'économie, qui conduisent les entreprises à une prise de risque minimale dont la traduction la plus visible est la faiblesse persistante du marché du travail américain, laquelle contribue à la réduction du potentiel de demande interne et au prolongement du marasme immobilier.

► Une nouvelle fois, l'univers émergent pourra offrir un contrepoids aux problèmes de l'univers développé

Tout en reconnaissant que nous avons été trop optimistes au cours du trimestre écoulé sur le calendrier de fléchissement de l'inflation, nous voyons avec conviction la fin imminente du resserrement monétaire chinois, où le pic inflationniste devrait être atteint dans les deux prochains mois. La fin du resserrement monétaire qui va s'ensuivre offrira à la croissance mondiale un contrepoids massif à la faiblesse prévisible des économies avancées. La croissance que nous y attendons vigoureuse permettra de traiter l'endettement des provinces comme elle avait permis de traiter les créances douteuses des banques il y a quelques années. L'univers émergent, s'il est capable de recentrer sa croissance sur sa propre consommation, pourra même trouver un intérêt à la croissance durablement ralentie des économies avancées dont la demande restreinte en matières premières notamment contribuera à de moindres pressions inflationnistes. Ainsi, ces pays qui n'ont pas à faire face à de réels problèmes d'endettement public, conservent une croissance potentielle très élevée et sont, pour certains d'entre eux, sur le point de voir leur inflation se stabiliser, voire refluer. Dans ces conditions, les valorisations boursières nous semblent particulièrement attractives avec des multiples de résultat 2012 de 13X en Inde ou de 9X pour les actions chinoises cotées à Hong Kong. Nous préférons ces marchés à ceux de la Corée et de Taiwan, dont les économies sont plus dépendantes de leurs exportations vers les pays développés.

II - Stratégie d'investissement

I – Actions internationales

► Nous maintenons une exposition forte aux pays émergents

Pour les économies avancées, prises en étau entre crise européenne et réduction de l'effet de levier, le potentiel de croissance est affaibli alors que les risques ont augmenté. Ce constat nous conduit au maintien d'une exposition importante aux marchés émergents pour l'aptitude de certains d'entre eux à compenser la faiblesse des économies matures. L'exposition aux devises autres que l'euro permettra en outre aux Fonds globaux de tirer parti de leur appréciation par rapport à une devise européenne surévaluée et affaiblie par des incertitudes majeures. Carmignac Investissement entame ainsi le trimestre avec un poste liquidités relevé à 6,2% et une exposition au dollar et aux devises émergentes de 56%. Le thème de l'amélioration du niveau de vie dans les pays émergents a quant à lui été renforcé, passant de 34,1% à 38,6% des encours de Carmignac Investissement, gage de notre confiance accrue quant à l'issue favorable de leur combat contre l'inflation.

► Notre pondération dans l'énergie reste stable, tandis que nous avons allégé nos positions sur les métaux diversifiés

Le thème de l'énergie a été maintenu à 15,5% des encours de Carmignac Investissement, nos renforcements dans de prometteuses sociétés d'exploration/production (HRT Participacoes, Tullow Oil et Woodside Petroleum) ayant été financés par des allègements en services pétroliers (Transocean, National Oilwell, Schlumberger). Nous avons en revanche réduit notre exposition aux métaux diversifiés, de 9,3% à 4,8% des encours. Nous jugeons en effet ce secteur particulièrement vulnérable au ralentissement économique et à la réduction de la liquidité. Ainsi, nos positions en Freeport McMoran, Xstrata et Antofagasta ont été intégralement réalisées.

► Nous maintenons notre composante aurifère

Notre poste consacré aux mines d'or est resté parfaitement stable avec 11,2% des encours du Fonds. L'aggravation de la crise européenne et le dérapage des comptes publics américains sont des facteurs d'affaiblissement des devises et des signatures d'Etat, qui devraient se matérialiser par la poursuite de la hausse des cours de l'or. Les mines aurifères ont par ailleurs rarement été aussi sous-valorisées eu égard au cours du métal jaune. Ce poste stratégique dans la structure défensive du portefeuille devrait largement contribuer à la performance, relative et absolue, dans les prochains trimestres.

► Le thème de l'innovation a été réduit, au profit d'un renforcement sur les valeurs défensives

La thématique de l'innovation, également sensible à l'activité globale, a été réduite (de 15,1% à 11,6% des encours de Carmignac Investissement), aux dépens du secteur des technologies de l'information dont nos deux fleurons, Apple et Oracle, ont connu un beau parcours. Le secteur des valeurs défensives a logiquement été repondéré (de 4,9% à 12,4% des encours), principalement via le renforcement des lignes Nestlé, Mead Johnson, nutritionniste américain très présent en Chine, et Vertex Pharmaceutical, société de biotechnologie pionnière dans la lutte contre l'hépatite C.

II – Moteurs de performance obligataires

► Nous avons légèrement réduit notre allocation en emprunts privés

Notre allocation en emprunts privés a très légèrement diminué à 32% contre 34% des actifs de Carmignac Patrimoine. Les fondamentaux des entreprises toujours bien orientés continuent de porter la classe d'actifs, même si leur résistance à un choc macro-économique serait probablement temporaire. Avec un taux d'inflation autour de 3% en Europe comme aux Etats-Unis et des taux monétaires respectifs de 1,5% et 0,25%, les obligations privées restent des investissements attrayants, les segments haut rendement et catégorie investissement délivrant des rendements de respectivement 7,3% et 4%.

► Le poste emprunts d'Etat des pays développés est resté stable, tandis que nous gérons activement la sensibilité

Le poste emprunts d'Etat des pays développés est resté stable à 3,65% des actifs de Carmignac Patrimoine. Au cours du trimestre écoulé, la sensibilité du Fonds a fait l'objet d'une gestion tactique, évoluant entre 0,5 et 6. L'irrésolution européenne à reconnaître le défaut grec crée un dangereux contexte de contagion renforçant les pressions déflationnistes sur des pays fragilisés par un endettement élevé. Ainsi le surcroît d'intérêt exigé auprès de l'Etat français par rapport à l'Allemagne est au plus haut, soit 63 points de base. Depuis déjà 18 mois, le portefeuille ne détient plus d'encours européens souverains, hors les Emprunts d'Etat allemands.

► Nous avons pris des bénéfices sur le poste emprunts d'Etat émergents

Le poste emprunts d'Etat émergents a été diminué de 8,2% à 4,3% des encours de Carmignac Patrimoine (dont 3,3% investis en dettes locales émergentes). Malgré les craintes d'un ralentissement américain et d'une aggravation de la situation budgétaire des pays périphériques européens, plusieurs dettes souveraines émergentes (Brésil, Colombie, Philippines, et Hongrie) ont bénéficié de relèvements de leur notation financière. Ceci nous a permis d'engranger des bénéfices appréciables sur nos positions sur le Brésil, la Colombie, le Mexique et l'Indonésie et d'alléger notre exposition sur la Hongrie. Nous prévoyons néanmoins de revenir à l'achat sur la dette locale de certains pays émergents afin de bénéficier du cycle de détente des taux longs qui devrait débiter.

► Le poste liquidités a été renforcé

Notre allocation en instruments liquides a été portée de 13% à 17%, une partie de nos cessions d'actions ayant été convertie en Bons du Trésor américain.

Contacts pour la presse :

CARMIGNAC GESTION

Agnès Séverin

Co-Directeur de la Communication

Tél : +33 1 70 38 56 85

aseverin@carmignac.com

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

A propos de Carmignac Gestion

Fondée en 1989 par Edouard Carmignac, Carmignac Gestion compte aujourd'hui parmi les principaux intervenants européens de la gestion d'actifs financiers. Son capital est entièrement détenu par les dirigeants et ses salariés. La pérennité de la société est assurée par un actionnariat stable, reflétant son esprit d'indépendance. Cette valeur fondamentale garantit la liberté indispensable à l'existence d'une gestion performante dans la durée.

Gérant près de 50 milliards d'euros d'encours, Carmignac Gestion a développé une offre complète de 19 OPCVM sur l'ensemble des classes d'actifs actions, obligations et diversifiés ainsi qu'une offre de gestion sous mandat répondant de manière pertinente aux attentes des investisseurs. Nos Fonds sont activement commercialisés dans 11 pays européens : France, Luxembourg, Suisse, Belgique, Italie, Allemagne, Espagne, Pays-Bas, Autriche, Suède et Royaume-Uni. Dans le cadre de son développement international, Carmignac Gestion dispose d'une filiale au Luxembourg, de deux bureaux de représentation à Madrid et à Milan, et a procédé à l'enregistrement de l'ensemble de sa gamme à destination des professionnels à Singapour.