

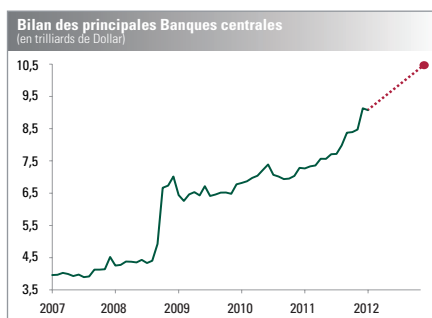
La Lettre mensuelle

// 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.

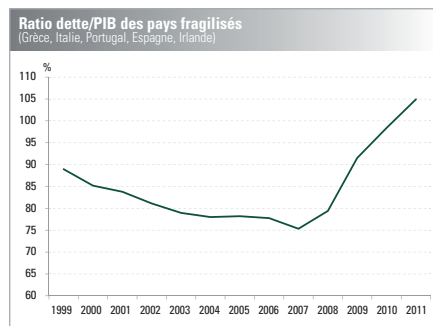
Au chapitre de la perception des risques, l'initiative de la BCE a traité efficacement la crainte d'un « moment Lehman » européen. Le secteur bancaire voit désormais la plus grande partie de ses besoins de refinancement assurée jusqu'à 2014. D'autres risques importants demeurent néanmoins. D'abord les 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 décreue 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 décreue 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 (priviliégiant 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

// RENDEMENTS ACTUARIELS*

au 29/02/2012

| | Valeur liquidative | 3 ans | 5 ans | 10 ans | Depuis la date de 1ère VL |
|--|--------------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|---------------------------|
| Carmignac Investissement A <i>MSCI All Countries World Free (Eur)</i> | 8 831,45 | 19,81% 22,44% | 7,65% -2,19% | 18,80% -0,71% | 45,19% -0,46% |
| Carmignac Grande Europe A <i>DJ Stoxx 600</i> | 134,84 | 15,61% 17,36% | -2,80% -5,44% | 7,21% -0,87% | 2,71% -6,46% |
| Carmignac Euro-Entrepreneurs <i>DJ Stoxx 200 Small</i> | 180,87 | 20,36% 28,10% | -2,07% -4,23% | - 4,37% | 15,22% 11,01% |
| Carmignac Emergents <i>MSCI Emerging Markets Free (Eur)</i> | 729,02 | 35,41% 34,54% | 3,77% 3,75% | 20,38% 10,82% | 24,74% 84,45% |
| Carmignac Emerging Discovery <i>Index CARMIGNAC Emerging Discovery (Eur)</i> | 1 050,86 | 39,20% 42,43% | - - | - - | 1,19% -0,41% |
| Carmignac Commodities <i>Index CARMIGNAC Commodities (Eur)</i> | 353,15 | 33,66% -5,31% | 5,35% -5,31% | - -5,31% | 27,81% -5,31% |
| Carmignac Patrimoine A <i>50% MSCI AC World Free (Eur) + 50% Citigroup WGBI (Eur)</i> | 5 369,53 | 8,24% 13,92% | 8,07% 3,73% | 11,54% 2,48% | 26,57% 4,33% |
| Carmignac Emerging Patrimoine A <i>50% MSCI EM Free (Eur) + 50% JPM GBI EM (Eur)</i> | 105,12 | - - | - - | - - | 5,50% 5,54% |
| Carmignac Euro-Patrimoine <i>50% DJ Euro Stoxx 50 + 50% Eonia Capitalisé</i> | 291,19 | 6,85% 4,70% | -0,21% -2,54% | - 0,21% | 6,58% 1,99% |
| Carmignac Market Neutral <i>Eonia Capitalisé</i> | 1 038,59 | -0,15% 0,61% | 0,71% 1,93% | - 2,45% | 0,74% 2,00% |
| Carmignac Profil Reactif 100 <i>MSCI All Countries World Free (Eur)</i> | 162,65 | 13,95% 22,44% | -0,80% -2,19% | 6,31% -0,71% | 6,08% -0,67% |
| Carmignac Profil Reactif 75 <i>75% MSCI AC World Free (Eur) + 25% Citigroup WGBI (Eur)</i> | 185,20 | 9,99% 18,12% | 0,78% 1,01% | 6,31% 1,09% | 6,61% 1,16% |
| Carmignac Profil Reactif 50 <i>50% MSCI AC World Free (Eur) + 50% Citigroup WGBI (Eur)</i> | 160,93 | 7,30% 13,92% | 2,06% 3,73% | 6,04% 2,48% | 5,92% 2,64% |
| Carmignac Global Bond <i>JP Morgan GGB</i> | 1 045,20 | -2,41% 6,18% | - 8,14% | - 4,02% | 1,06% 10,07% |
| Carmignac Securite <i>Euro MTS 1-3 Y</i> | 1 575,20 | 4,44% 1,83% | 4,51% 3,56% | 4,90% 3,89% | 10,17% - |
| Carmignac Cash Plus <i>Eonia Capitalisé</i> | 10 688,68 | 1,63% 0,61% | - 1,93% | - 2,45% | 1,61% 1,50% |
| Carmignac Court Terme <i>Eonia Capitalisé</i> | 3 744,29 | 0,68% 0,61% | 1,96% 1,93% | 2,12% 2,45% | 6,22% 7,87% |

*Les rendements sont basés sur des données historiques qui n'offrent aucune garantie pour le futur et qui ne tiennent pas compte de fusions éventuelles de fonds. Ils sont calculés commissions et frais déduits. Ce document, non contractuel, a été réalisé à titre d'information et ne constitue donc pas une offre de produits ou de services, ni une incitation à l'investissement ou à l'arbitrage. Les informations, les avis et les évaluations qu'il contient reflètent un jugement au moment de la publication et sont susceptibles d'être modifiés et d'évoluer dans le temps. La responsabilité de Carmignac Gestion et ses filiales ne saurait être engagée par une prise de décision sur la base de ces informations.

