

Deuxième trimestre 2010

Perspectives économiques et stratégie d'investissement

I - Perspectives économiques

► Le rebond économique aux Etats-Unis est confirmé

Aux Etats-Unis, la croissance s'est affermie pour se transformer en authentique reprise (plus de 3% de croissance attendue en 2010 et 2011). Les embauches ont repris et les profits des entreprises (estimations révisées à +27%) semblent les inciter à se lancer dans un nouveau cycle d'investissement. Simultanément, la réduction de l'effet de levier de l'économie américaine est incontestablement en cours, même si la résorption de la dette des entreprises financières et non financières, ainsi que celle des ménages prendra du temps. L'économie américaine semble être parvenue à enclencher une dynamique vertueuse alimentée par la hausse des profits, de l'investissement et de l'emploi, compensant les effets de la baisse de l'endettement privé. La possibilité d'une authentique croissance auto-entretenu outre-Atlantique n'est apparemment plus très éloignée, d'autant que le rebond en cours semble déjà concourir à une stabilisation du déficit budgétaire.

► Avec l'accélération de la croissance dans les pays émergents, l'activité mondiale se resynchronise

Dans les pays émergents, la croissance déjà forte s'est encore accélérée : la Chine n'est plus seule à connaître un rythme d'activité élevé ; l'Inde (+8%) et le Brésil (+7%) ne sont plus en reste. Sur les trois mois écoulés, la croissance mondiale a ainsi pris une réelle ampleur : un gain proche de 4% en 2010 (à comparer aux 5% des années précédant la crise) ne paraît plus hors de portée. Quant aux marchés, entre leurs points bas respectifs d'octobre 2008 à mars 2009 et leurs niveaux de fin mars 2010, l'indice Morgan Stanley des pays émergents s'est apprécié de 126%, l'indice Standard and Poor's 500 américain de 76% et l'Eurostoxx de 66%. Les marchés actions ont ainsi clairement validé l'optimisme dont nous avons témoigné à leur égard depuis le mois de mars 2009, quand nous fondions notre anticipation de retour à la croissance économique sur la mise en œuvre de politiques budgétaires et monétaires expansionnistes que ne viendrait pas brider la menace de l'inflation.

► La zone euro sous forte pression

En Europe, les déficits publics qui se sont gonflés en réaction à la crise font apparaître des situations insoutenables dans certains Etats membres. De son côté, la BCE est contrainte de poursuivre une politique monétaire accommodante. Au-delà de la Grèce, la dérive des finances publiques se révèle désormais difficilement acceptable pour les marchés : le Portugal, l'Espagne, l'Italie et même la France sont confrontés à l'impérieuse nécessité de résorber leurs déficits et leurs dettes publiques dans un contexte déjà rendu récessif par la réduction des crédits bancaires et de la dette des entreprises. L'absence de politique commune ou même concertée ajoute à la difficulté. Elle empêche la mise en œuvre d'un dispositif économique européen capable d'atténuer les effets du freinage induits par le retranchement fiscal à venir imposé par le marché des dettes d'Etat. Dans un tel contexte la poursuite de la baisse de l'euro nous apparaît difficilement évitable.

- Les pays émergents gèrent adroitement les pressions inflationnistes

Eu égard à leur forte croissance, les pays émergents font face à des pressions inflationnistes. S'il est possible que la Banque centrale indienne, malgré son impressionnant historique en matière de politique monétaire, soit aujourd'hui quelque peu en retard dans sa lutte contre la hausse des prix, nous estimons que les autorités chinoises gèrent adroitement les tensions qui se font jour. Réticentes à relever leurs taux directeurs, elles ont rehaussé le coefficient de réserves obligatoires de 100 points de base, pris des mesures spécifiques contre la spéculation immobilière et ordonné la réduction du taux de croissance des crédits accordés au secteur privé de 40%. Ces mesures chinoises seront probablement renforcées à brève échéance, sans que l'on puisse exclure la possibilité de hausses des taux directeurs. Cependant, comme l'illustrent les cas australien ou indien, des hausses modérées de taux directeurs que les marchés jugent justifiées n'empêchent pas la poursuite de la hausse des marchés d'actions. Par ailleurs, l'arme ultime des autorités chinoises contre le risque inflationniste est la réévaluation du yuan. Devant la récente réduction des pressions extérieures, notamment américaines, en faveur d'une décision chinoise en ce sens, il est vraisemblable que cette décision voie le jour dans un avenir relativement proche. La reprise de la réévaluation du yuan constituera une étape supplémentaire dans le rééquilibrage global dans lequel la Chine tiendra pour de bon le rôle principal.

II - Stratégie d'investissement

I – Actions internationales

- Une exposition aux actifs libellés en dollar et en devises émergentes

La disparition de l'essentiel des réserves que nous entretenions à l'égard des marchés actions en ce début d'année nous a amenés à investir la plus grande partie de nos liquidités et souscriptions recueillies au cours de ce premier trimestre. En outre, notre défiance envers l'euro nous a incités à couvrir l'ensemble de nos positions en Europe par un achat de dollars équivalent : l'intégralité du portefeuille de Carmignac Investissement est ainsi exposée au dollar ou à des devises émergentes.

- Le thème de l'amélioration du niveau de vie dans les pays émergents reste central

Le thème de l'élévation du niveau de vie dans les pays émergents reste le thème le plus important au sein de notre gestion globale. Au sein de Carmignac Investissement, ce thème est passé de 24,3% à 27,6% des actifs. Saisissant les opportunités suscitées par la faiblesse temporaire du marché chinois, nous avons renforcé l'ensemble de nos valeurs chinoises existantes et constitué une position dans le constructeur automobile Byd Co, qui détient une technologie de batterie au lithium intéressante, et dans Wynn Macao, particulièrement bien placé pour bénéficier du véritable boom du secteur des jeux. Nous avons amorcé un retour en Indonésie, dont l'amélioration des perspectives nous semble s'être affirmée, par le biais du conglomérat Astra International et de la banque Bank Central Asia. En Inde, nous avons intégré dans le portefeuille le premier promoteur immobilier DLF limited.

► Les valeurs américaines ont été renforcées

La croissance américaine s'est confirmée au cours du trimestre écoulé ; ce thème occupe désormais 9,2% du portefeuille de Carmignac Investissement. Le poste créé au cours du dernier trimestre 2009 s'est enrichi d'une position nouvelle en actions Delta Airlines, dont le levier opérationnel et financier devrait favoriser un beau comportement boursier. Le thème des banques anglo-saxonnes (8,6%) est désormais exclusivement constitué de valeurs américaines après la cession intégrale de notre ligne Barclays. L'amélioration sensible de l'activité dans son ensemble permet aux banques américaines de faire face aux pertes à venir dans l'immobilier commercial tout en confortant l'amélioration de leur rentabilité, très largement sous-valorisée par des marchés freinés par les craintes relatives aux projets de régulation bancaire. Ces deux postes américains réunis représentent désormais 17,8% du portefeuille de Carmignac Investissement.

► L'exposition aux mines d'or a été reconstituée

Le poste mines d'or, sensiblement réduit en décembre dernier, a été reconstitué (passé de 4,3% à 10,8%). L'aggravation prévisible de la crise des crédits souverains favorise la reprise du métal jaune. Nous avons procédé au renforcement de nos lignes existantes, repris des positions sur les deux principales mines, Barrick Gold Corp et Newmont Mining, et introduit Red Back Mining dont les gisements nous semblent particulièrement prometteurs.

II – Moteurs de performance obligataires

► Emprunts d'Etat : nous nous tenons rigoureusement à l'écart des crédits de deuxième rang

Face à l'exacerbation des coûts de financement de certains Etats apparue en ce début d'année, nous nous tiendrons rigoureusement à l'écart des signatures de deuxième rang. Nous n'avons pas été directement impactés par la crise sur les emprunts souverains européens, mais avons tout de même fait le choix de l'orthodoxie en substituant notre allocation en obligations françaises de durée supérieure à un an par des emprunts d'Etat allemands. Notre sensibilité devrait évoluer entre 2 et 4 au cours du trimestre.

► Devises : profiter de la baisse de l'euro contre le dollar et les devises émergentes

L'essentiel des opportunités de plus-values nous paraît devoir être généré par le marché des changes où la poursuite de la baisse de l'euro nous semble difficilement évitable et devrait être encore amplifiée, face à une sélection de devises émergentes dont l'amélioration des fondamentaux s'affirme de jour en jour. Considérant désormais la faiblesse de l'euro comme structurelle, la part du portefeuille de Carmignac Patrimoine libellée dans la devise européenne n'est plus que de 20%. A contrario, le portefeuille est investi à 50% en zone dollar, afin de bénéficier du différentiel de croissance en faveur de l'économie américaine. Le poste dettes locales a également été renforcé à hauteur de 6% des actifs du Fonds. Le renforcement de cette poche permet en effet de bénéficier à la fois de taux de rémunération élevés, mais également de l'appréciation de ces devises. Cette poche est répartie entre quatre pays : Brésil, Turquie, Pologne et Mexique.

► Emprunts privés : des perspectives portées par l'amélioration de l'activité et des bilans des émetteurs

Au sein de Carmignac Patrimoine, le poste en emprunts privés a légèrement progressé de 30% à 36%. Nos investissements ont été concentrés sur les zones que nous jugeons les plus prometteuses : les pays émergents et les Etats-Unis. Ainsi, 6% de notre portefeuille sont désormais investis sur des entreprises américaines. Nous escomptons profiter à nouveau de l'appréciation du dollar américain, mais aussi des fondamentaux sains des entreprises outre-Atlantique : à la fin du mois de mars 2010, les entreprises américaines de l'indice boursier S&P 500 déclaraient une position de liquidité de 831 milliards de dollars, soit un nouveau plus haut historique. Au global, le levier financier (dettes rapportées à l'excédent brut d'exploitation) des entreprises apparaît également en baisse, signe que les entreprises parviennent à se désendetter dans une conjoncture difficile. Les emprunts privés dans les pays émergents représentent 6% du portefeuille. Libellés en dollars principalement ou en euros, ils bénéficient souvent de meilleures protections (augmentation des coupons si notations abaissées...), de rémunérations supérieures et d'un environnement macro-économique favorable. L'allocation principale de Carmignac Patrimoine (24% des actifs) reste encore concentrée sur des entreprises européennes de premier plan, mais cette pondération devrait continuer d'être progressivement réduite.

Contact pour la presse :

CARMIGNAC GESTION

Josipa FINK

Tél : +33 1 70 92 33 74

jfink@carmignac.com

CITIGATE DEWE ROGERSON

Johanne ZAGURY

Tél : +33 1 53 32 78 91

johanne.zagury@citigate.fr

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 actionariat 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 40 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 distribués dans 11 pays : la France, le Luxembourg, la Suisse, la Belgique, l'Italie, l'Allemagne, l'Espagne, l'Autriche, les Pays-Bas, la Suède et Singapour. 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.