



PAR **DIDIER SAINT-GEORGES**

Membre du comité d'investissement

## Quand les banquiers centraux s'inquiètent, les investisseurs se rassurent

Le mouvement de yoyo que les marchés Actions ont connu cet été n'a plus rien d'exceptionnel. Comme c'est désormais l'habitude, à une baisse initiale sous l'impact de diverses menaces (cette fois-ci l'aggravation des tensions géopolitiques, et une déception sur la croissance européenne), a succédé un rebond confiant, nourri par le soutien indéfectible des principaux banquiers centraux, réaffirmé à l'occasion de leur réunion annuelle dans la vallée touristique de Jackson Hole, Wyoming. Plus les banquiers centraux montrent leur lucidité sur les défis qu'ils doivent relever, ce qui fut particulièrement le cas cette fois pour le Président de la Banque centrale européenne Mario Draghi, plus les investisseurs en concluent que ce qui doit être fait sera fait, et tout se passera bien. **Dans ce monde panglossien où les pressions déflationnistes en Europe sont comprises avant tout comme une bonne nouvelle pour tous les produits de taux, quelle analyse globale fait sens pour l'investisseur de long terme ?**

*« L'économie américaine poursuit sa convalescence, mais sur un rythme hésitant, ce qui est une meilleure nouvelle encore »*

Le jugement sur les Etats-Unis n'est pas le plus difficile car le progrès économique est palpable. Non pas que les statistiques

économiques soient sans ambiguïté : on a vu pour le premier trimestre de l'année, perturbé par le blizzard, que les estimations officielles de croissance du PIB peuvent être révisées jusqu'à trois fois, avec des conclusions à chaque fois très différentes. Mais la performance économique des entreprises est parlante : les analystes ont de nouveau dû relever leurs estimations pour l'année, suite à la publication par les grandes entreprises de chiffres d'affaires en hausse moyenne de 4,4% sur le deuxième trimestre, et de résultats en hausse de 9,3%. Cette dynamique diverge radicalement de celle constatée en Europe, où les analystes ont dû en ce deuxième trimestre revoir en baisse pour la quatrième année consécutive leurs prévisions de résultats des entreprises pour l'année. L'économie américaine poursuit donc bien sa convalescence, quoique ce progrès se poursuive sur un rythme hésitant, ce qui est probablement une meilleure nouvelle encore. Car, par chance pour les marchés de taux, les dépenses de consommation n'accélèrent guère, l'immobilier résidentiel ne s'emballe pas, et même si le taux de chômage est retombé désormais près du niveau de 6%, la croissance des salaires demeure faible à ce jour. Par conséquent, Janet Yellen dans son discours de Jackson Hole est fondée à affirmer son pragmatisme, consistant à ajuster prudemment le rythme de normalisation monétaire à celui du rétablissement de l'économie. Gardons à l'esprit que le défi pour Janet

Yellen consiste à piloter à vue l'atterrissage de l'hélicoptère à liquidités que son prédécesseur Ben Bernanke avait lancé à l'assaut de la crise dès la fin 2008 (réduction des taux directeurs Fed Funds à 0,25%,



© 2014 Dow Jones & Company, Inc. All Rights Reserved

suivie de trois vagues d'assouplissement quantitatif). **La difficulté de réaliser à tout moment sur les douze prochains mois le pilotage parfait ne doit pas être sous-estimée, et nous maintient attentif au risque de volatilité des marchés dans les prochains trimestres.** Mais fondamentalement, le marché actions américain, sous-tendu par une économie réelle saine, demeure parmi nos favoris à l'échelle globale.

Il n'en va pas de même en Europe. Le stade cataleptique auquel est tombée la croissance de la zone euro amène cette dernière à se tourner aujourd'hui, faute d'avoir agi plus tôt, vers les traitements de choc. Ils ont été initiés par la prise de pou-

voir à la hussarde du Premier Ministre réformiste Matteo Renzi en Italie en février dernier, et ont été prolongés par la purge pro-libérale effectuée par le Premier Ministre français Manuel Valls au sein de son gouvernement en août. Le prochain choc attendu, sous la pression de menaces déflationnistes croissantes, sera l'annonce dans les prochaines semaines d'un soutien monétaire non-conventionnel par Mario Draghi. Les marchés européens subissent les trouble-sauts d'une économie malade traitée aux électrochocs, dont

*« Le stade cataleptique auquel est tombée la zone euro l'amène à se tourner, faute d'avoir agi plus tôt, vers les traitements de choc »*

la succession de traitements ciblés permet quelques espoirs, mais dont le pronostic de guérison globale demeure très incertain. **En clair, le secteur financier, organe vital sur lequel agissent d'abord les opérations de la Banque centrale européenne, présente aujourd'hui les meilleurs signes de stabilisation**, qu'il s'agisse des dettes souveraines périphériques, ou du secteur bancaire, sous la forme d'actions ou d'obligations privées. Nous y sommes positionnés, quoiqu'y ayant déjà réduit notre profil de risque. **Par ailleurs, la divergence entre les trajectoires des économies américaines et européennes soutient enfin l'hypothèse d'un affaiblissement de la parité euro-dollar.** Nous sommes positionnés dans ce sens. Toutefois, ne nous y trompons pas : comme nous le confirme aujourd'hui le progrès décevant de la reprise japonaise, **le seul affaiblissement de la monnaie ne suffira pas à relancer la croissance de l'économie européenne.** Son impact sur les exportations est assujéti à une demande globale suffisante, et son impact sur la demande domestique, en renchérissant les importations, peut même être redoutablement récessif s'il n'est pas accompagné d'augmentations de salaires (une perspective encore bien éloignée en Europe du fait d'un niveau de sous-emploi durablement élevé).

**Au Japon, le choc du programme d'Abenomics initié fin 2012 a maintenant perdu de son mordant, et néces-**

**site une pique de rappel sans tarder.** Elle pourrait prendre la forme d'un soutien renforcé par le Président de la Banque du Japon Haruhiko Kuroda, et à l'instar de l'épisode français, être agrémentée d'un renouvellement de l'équipe gouvernementale afin de réaffirmer la volonté de réformes. Ces mesures de relance sont impératives pour assurer la bonne fin de la prochaine échéance de relèvement du taux de TVA en avril 2015, et avec elle la cohérence de l'ensemble de la réforme budgétaire. Ceci justifierait alors de ré-examiner notre exposition sur le Japon, que nous avons progressivement réduit au cours de l'année.

**Dans le monde émergent, la primauté des réformes structurelles continue de définir l'horizon d'investissement, mais a l'heur de profiter aussi d'un soutien conjoncturel.** Cela vaut pour la Chine, où la faiblesse du marché immobilier et l'impact négatif sur le crédit des réformes en matière de régulation financière, maintiennent les autorités monétaires dans une posture de soutien. Cela vaut aussi, quoique différemment, pour l'Inde et le Mexique où les réformes structurelles tant attendues sont enfin engagées, et bénéficient par ailleurs d'une reprise du cycle économique. Au Brésil, le marché a déjà partiellement anticipé une alternance politique favorable, mais la désormais probable élection de Marina Silva aux élections présidentielles d'octobre, alors qu'elle était impensable au début de l'été, pourrait ouvrir de nouvelles perspectives pour ce pays économiquement malmené. Enfin, il est clair que la confirmation d'une liquidité globale toujours abondante

constitue un soutien supplémentaire pour la classe d'actifs émergents

Il ressort de cet examen que les pressions déflationnistes maintiennent les banquiers centraux dans la capacité de continuer d'assurer leur soutien aux marchés, ce qui sert les intérêts des investisseurs tant en actions qu'en obligations. Mais il convient de parcourir ce meilleur des mondes avec la pleine conscience de son étroitesse. Car des pressions déflationnistes allant en s'aggravant verraient tôt ou tard leur effet destructeur sur l'économie réelle impacter les marchés actions. Tandis qu'une reprise franche du cycle économique global provoquerait une normalisation précipitée des taux d'intérêt. **A leur corps défendant, la crédibilité des banquiers centraux encourage les investisseurs à une prise de risque. Il y a lieu de rester très lucide sur les limites de leur pouvoir.**

*Achevé de rédiger le 02/09/2014*



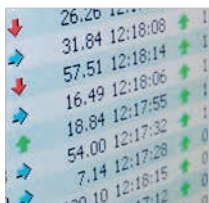
© Governo Italiano / Tiberio Barchielli - Filippo Attili

## STRATÉGIE D'INVESTISSEMENT



### LES DEVISES

Le découplage entre le discours équilibré de la Banque centrale américaine (justifié par une économie sur une trajectoire saine) et le discours plus offensif de la Banque centrale européenne confrontée à des pressions déflationnistes grandissantes a permis au dollar américain de continuer à se renforcer sensiblement face à l'euro au cours du mois d'août. Notre gestion active du change a pu capter favorablement ce mouvement avec une allocation au billet vert en fin de mois de 70% pour **Carmignac Investissement** et de 54% pour **Carmignac Patrimoine**.



### LES TAUX

Les taux souverains mondiaux ont fortement baissé au cours du mois d'août. Ce mouvement, qui trouve son origine à la fois dans l'accélération de la baisse de l'inflation dans la zone Euro mais également dans le maintien de politiques monétaires très souples, a été le plus marqué dans la périphérie de la zone Euro. Les taux italiens et espagnols à 10 ans sont ainsi passés sous le seuil des 2,5% en perdant près de 30 points de base de rendement sur le mois. La perspective d'un activisme grandissant de la BCE avec la mise en place de mesures non conventionnelles a soutenu ce mouvement. Nos positions en dettes souveraines italiennes, espagnoles, portugaises et grecques ont ainsi solidement contribué à la performance de Carmignac Patrimoine au mois d'août. Nos positions sur les obligations privées européennes du secteur financier se sont également bien comportées. La faillite de la banque portugaise BES sur des problèmes spécifiques de malversations internes a été bien absorbée par le marché, confortant notre conviction sur la plus grande solidité du secteur financier européen et la réduction du risque systémique attaché. Nous maintenons toutefois une grande sélectivité sur

nos positions obligataires en fonction des primes de risque et des niveaux de liquidités attachés à chaque segment. Ceci se traduit par des sensibilités aux taux d'intérêt qui restent modérées sur l'ensemble de nos fonds. Ainsi, en fin de mois les sensibilités se sont établies respectivement à +2,6 pour **Carmignac Patrimoine**, +2,5 pour **Carmignac Portfolio Emerging Patrimoine**, +2,8 pour **Carmignac Portfolio Global Bond**, +1,3 pour **Carmignac Sécurité** et +1,1 pour **Carmignac Portfolio Capital Plus**.



### LES ACTIONS

Les marchés actions ont sensiblement progressé au mois d'août, tirés notamment par le marché américain et les marchés émergents. Parmi ces derniers on notera la très forte progression du Brésil sur fond de sondage donnant l'actuelle Présidente Dilma Rousseff battue aux prochaines élections, laissant ainsi entrevoir la mise en œuvre de politiques économiques plus efficaces. Nous nous étions tactiquement renforcés dans cette optique sur le marché brésilien en début de mois via des contrats futures sur indices. L'attentisme actuel de la banque du Japon a conduit la devise nippone à se stabiliser. Dans ce contexte nous avons continué d'alléger nos positions sur ce pays en vendant nos valeurs exportatrices comme Toyota, et en nous concentrant sur nos valeurs de croissance domestique. Nous avons enfin continué de renforcer nos leaders mondiaux en introduisant une position sur le groupe américain de santé Johnson & Johnson, tout en prenant quelques profits sur nos valeurs financières. La solidité des bilans, la forte génération de cash-flows et la capacité à défendre leurs prix de nos leaders mondiaux devraient leur permettre de se distinguer dans un contexte de croissance modérée et de pressions déflationnistes. Ce même environnement qui permet le maintien de politiques monétaires accommodantes justifie le maintien de notre exposition actions élevée. En fin de mois celle-ci s'établit à 50% pour **Carmignac Patri-**

**moine**, 44% pour **Carmignac Portfolio Emerging Patrimoine**.



### LES MATIÈRES PREMIÈRES

**Carmignac Portfolio Commodities** a enregistré son septième mois d'affilée de performance positive depuis février. La performance du fonds provient en majorité de l'identification de sociétés dont les caractéristiques intrinsèques doivent leur permettre de délivrer des rendements attractifs, quel que soit le contexte économique global. C'est typiquement le cas des valeurs Cenovus Energy et Devon Energy, deux valeurs d'exploration-production nord-américaines introduites récemment dans le fonds.



### FONDS DE FONDS

Nos fonds de fonds ont enregistré une performance positive sur le mois. L'engagement sans faille des banquiers centraux a créé les conditions d'un positionnement offensif qui s'est traduit par des niveaux d'exposition actions proches des maximums respectifs. En fin de mois, les expositions actions de **Carmignac Profil Réactif 100**, **75** et **50** s'établissent respectivement à 94%, 67% et 48%. L'exposition actions de **Carmignac Investissement Latitude** est quant à elle de 107%.

# Carmignac's Note

## PERFORMANCES DES FONDS

	Valeur liquidative	2014	1 an	3 ans	5 ans
<b>Carmignac Investissement A EUR acc</b>	<b>1 044,63</b>	<b>3,59%</b>	<b>13,67%</b>	<b>26,97%</b>	<b>48,03%</b>
<i>MSCI AC World NR (Eur)</i>	-	12,15%	21,12%	57,40%	77,14%
<b>Carmignac Portfolio Grande Europe A EUR acc</b>	<b>171,95</b>	<b>9,41%</b>	<b>17,54%</b>	<b>41,44%</b>	<b>48,42%</b>
<i>Stoxx 600 NR (Eur)</i>		6,58%	18,17%	51,65%	52,56%
<b>Carmignac Euro-Entrepreneurs A EUR acc</b>	<b>264,48</b>	<b>10,83%</b>	<b>26,24%</b>	<b>66,07%</b>	<b>82,44%</b>
<i>Stoxx 200 Small NR NR (Eur)</i>		3,43%	17,76%	51,18%	72,39%
<b>Carmignac Emergents A EUR acc</b>	<b>781,24</b>	<b>10,18%</b>	<b>17,09%</b>	<b>20,86%</b>	<b>65,57%</b>
<i>MSCI Emerging Markets NR (Eur)</i>		15,73%	20,11%	20,29%	47,56%
<b>Carmignac Portfolio Emerging Discovery A EUR acc</b>	<b>1 243,35</b>	<b>15,63%</b>	<b>20,28%</b>	<b>30,80%</b>	<b>59,41%</b>
<i>50% MSCI EM SmallCaps NR (Eur) + 50% MSCI EM MidCaps NR (Eur)</i>		16,48%	20,58%	19,40%	53,61%
<b>Carmignac Portfolio Commodities A EUR acc</b>	<b>306,20</b>	<b>15,17%</b>	<b>17,42%</b>	<b>-10,66%</b>	<b>29,94%</b>
<i>Indicateur Carmignac Commodities*</i>		12,64%	16,64%	11,51%	36,20%
<b>Carmignac Patrimoine A EUR acc</b>	<b>602,21</b>	<b>5,60%</b>	<b>10,84%</b>	<b>16,67%</b>	<b>27,13%</b>
<i>50% MSCI AC World NR (Eur) + 50% Citigroup WGBI (Eur)</i>		10,73%	13,66%	32,36%	51,12%
<b>Carmignac Portfolio Emerging Patrimoine A EUR acc</b>	<b>106,73</b>	<b>10,08%</b>	<b>9,69%</b>	<b>8,06%</b>	-
<i>50% MSCI EM NR (Eur) + 50% JP Morgan GBI EM Global diversified</i>		12,92%	14,15%	15,80%	-
<b>Carmignac Euro-Patrimoine A EUR acc</b>	<b>314,92</b>	<b>3,62%</b>	<b>5,12%</b>	<b>12,73%</b>	<b>28,02%</b>
<i>50% EuroStoxx 50 NR (Eur) + 50% Eonia Capitalisé</i>		2,24%	10,03%	21,75%	12,42%
<b>Carmignac Investissement Latitude A EUR acc</b>	<b>249,04</b>	<b>-1,19%</b>	<b>6,28%</b>	<b>20,86%</b>	<b>36,30%</b>
<i>MSCI AC World NR (Eur)</i>		12,15%	21,12%	57,40%	77,14%
<b>Carmignac Profil Réactif 100 A EUR acc</b>	<b>180,21</b>	<b>0,83%</b>	<b>5,92%</b>	<b>25,06%</b>	<b>36,04%</b>
<i>MSCI AC World NR (Eur)</i>		12,15%	21,12%	57,40%	77,14%
<b>Carmignac Profil Réactif 75 A EUR acc</b>	<b>200,86</b>	<b>1,43%</b>	<b>4,66%</b>	<b>20,04%</b>	<b>27,83%</b>
<i>75% MSCI AC World NR (Eur) + 25% Citigroup WGBI (Eur)</i>		11,44%	17,47%	44,66%	64,25%
<b>Carmignac Profil Réactif 50 A EUR acc</b>	<b>168,53</b>	<b>2,72%</b>	<b>4,11%</b>	<b>14,00%</b>	<b>19,55%</b>
<i>50% MSCI AC World NR (Eur) + 50% Citigroup WGBI (Eur)</i>		10,73%	13,66%	32,36%	51,12%
<b>Carmignac Portfolio Global Bond A EUR acc</b>	<b>1 190,64</b>	<b>9,41%</b>	<b>9,52%</b>	<b>24,81%</b>	<b>26,81%</b>
<i>JP Morgan Global Government Bond (Eur)</i>		9,61%	5,48%	9,36%	26,39%
<b>Carmignac Sécurité A EUR acc</b>	<b>1 706,02</b>	<b>2,27%</b>	<b>4,04%</b>	<b>11,31%</b>	<b>15,99%</b>
<i>Euro MTS 1-3 ans</i>		1,68%	2,53%	7,50%	10,20%
<b>Carmignac Portfolio Capital Plus A EUR acc</b>	<b>1 161,63</b>	<b>1,79%</b>	<b>3,09%</b>	<b>11,16%</b>	<b>14,17%</b>
<i>Eonia Capitalisé</i>		0,10%	0,14%	0,72%	1,88%
<b>Carmignac Court Terme A EUR acc</b>	<b>3 766,30</b>	<b>0,15%</b>	<b>0,23%</b>	<b>1,11%</b>	<b>2,23%</b>
<i>Eonia Capitalisé</i>		0,10%	0,14%	0,72%	1,88%

\* 45% MSCI ACWF Oil and Gaz NR (Eur), 5% MSCI ACWF Energy Equipment NR (Eur), 40% MSCI ACWF Metal and Mining NR (Eur), 5% MSCI ACWF Paper and Forest NR (Eur) et 5% MSCI ACWI Chemicals NR (Eur) depuis le 01/07/2013. Rebalancé annuellement depuis le 01/01/2012.

Source : Carmignac Gestion au 29/08/2014.

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Les frais sont inclus dans les performances. Ce document ne peut être reproduit, diffusé, communiqué, 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. Les informations contenues dans ce document peuvent être partielles et sont susceptibles d'être modifiées sans préavis. L'accès aux Fonds peut faire l'objet de restriction à l'égard de certaines personnes ou de certains pays. Ils ne peuvent notamment être offerts ou vendus, directement ou indirectement, au bénéfice ou pour le compte d'une « U.S. person » selon la définition de la réglementation américaine « Regulation S » et/ou FATCA. Les Fonds présentent un risque de perte en capital. Les risques et frais sont décrits dans les DICI (Document d'Information Clé pour l'Investisseur). Les prospectus, DICI, et rapports annuels des Fonds sont disponibles sur le site [www.carmignac.fr](http://www.carmignac.fr) et sur simple demande auprès de la Société de Gestion. Les DICI doivent être remis au souscripteur préalablement à la souscription.