



PAR **DIDIER SAINT-GEORGES**

Membre du comité d'investissement

La bonne performance des marchés financiers sur les cinq dernières années reflète le retour à meilleure fortune des économies après la grande crise de 2008, et l'implication sans précédent des banquiers centraux. Il est parfaitement possible que le scénario rose d'un cycle économique global modeste mais prolongé, accompagné de taux d'intérêt maintenus à des niveaux relativement bas sous la haute bienveillance des Banques centrales, se poursuive. Il permettrait la poursuite d'une performance correcte des marchés actions, accompagnée d'un ajustement modeste du prix des obligations. Mais ce scénario est bâti sur un empilement de déséquilibres, dont la résolution paisible ne nous semble pas aujourd'hui totalement assurée. La récente accumulation de facteurs de risques nous a amené à relever notre niveau de vigilance.

L'enjeu de la croissance en zone euro

Un scénario radicalement déflationniste en zone euro est certainement excessif. Et la détermination de Mario Draghi à utiliser tous les moyens à sa disposition pour venir en soutien à l'économie de la zone est un atout considérable. Mais les très

« *L'enlisement dans de très faibles niveaux d'inflation poserait un problème majeur aux pays européens les plus endettés* »

faibles niveaux d'inflation, qui de l'aveu même de Mario Draghi sont en train de s'ancrer à moyen terme, et de croissance posent un problème de perspectives aux pays affectés d'une lourde dette publique et d'une compétitivité insuffisante. A cet égard, le cas de l'Italie et de la France nous préoccupe. Car, si en Espagne, au Portugal, en Irlande, la désinflation est principalement le produit d'efforts majeurs de productivité, qui aujourd'hui soutiennent le rebond du commerce extérieur, en France et en Italie c'est bien l'asthénie de l'activité économique qui est en cause. Certes, l'Italie présente encore un excédent budgétaire de 2,3% avant charge de la dette. Mais, selon nos estimations, il faudrait pour repositionner sur une trajectoire descendante sa dette publique (qui atteint aujourd'hui 135% du PIB), que l'Italie parvienne à doubler ce surplus primaire. Ce défi représente un risque accru sur la croissance économique, que renforcent les efforts de Matteo Renzi pour appliquer son programme, nécessaire, de réformes structurelles. Quant à la France, son niveau de dette publique avoisinera bientôt les 100% du PIB et, au contraire de l'Italie, ce pays souffre d'un déficit structurel de son budget avant charge de la dette. Par conséquent, dans un contexte d'inflation très faible, les ajustements nécessaires à la reprise en main des finances publiques françaises continueront immanquablement de peser sur la croissance. L'Allemagne a vu son climat des affaires

(indice IFO) se détériorer considérablement depuis le début de l'année, et le Gouvernement allemand a confirmé son engagement sur un budget à l'équilibre, excluant du même coup un soutien fiscal à ses partenaires européens. Reste



l'apport qu'une baisse prononcée de l'euro, facilitée par les initiatives de la BCE (voir la Carmignac's Note de septembre), apportera aux économies exportatrices. Mais ne nous leurrons pas : d'une part c'est principalement l'Allemagne qui en sera bénéficiaire, en vertu de la force de son commerce extérieur, et d'autre part, cet affaiblissement de la monnaie unique constituera une taxe supplémentaire sur le pouvoir d'achat des consommateurs italiens et français. Le filet de sécurité mis en place par la Banque centrale européenne devrait maintenir encore intacte la confiance des investisseurs étrangers dans la stabilité du système financier européen. Et le déploiement



d'outils d'encouragement au crédit bancaire peut certainement améliorer à la marge le financement des entreprises de taille moyenne. Mais il en faudra davantage pour réinstaller la zone euro sur une trajectoire convaincante à moyen terme. Nous avons récemment encore réduit notre exposition au risque économique européen.

Le principal risque aux Etats-Unis est celui d'une erreur de politique monétaire

Aux Etats-Unis, si la vigueur de l'économie réelle ne doit pas être surestimée, elle constitue néanmoins un facteur incontestablement réconfortant. L'extraordinaire profusion de liquidités apportée par la Fed depuis cinq ans a non seulement évité le pire, elle a aussi donné

« Un faible rythme de croissance et des niveaux élevés d'endettement public rendent les économies vulnérables aux chocs externes »

le temps au système bancaire de se recapitaliser, et au marché immobilier de se stabiliser. Dans le même temps, la révolution énergétique et les gains de productivité ont rendu l'économie américaine très compétitive. De plus, une croissance, fût-elle modeste, associée à une inflation faible, constitue en soi un cocktail parfaitement digeste pour les marchés actions. La tension se situe ailleurs : l'action de la Fed a encore bien davantage profité aux investissements financiers qu'à l'investissement industriel ou aux revenus disponibles des salariés américains. Par conséquent, notre préoccupation aujourd'hui concerne l'arbitrage que devra bientôt rendre la Fed, entre commencer à normaliser sa politique monétaire pour réduire les risques d'instabilité financière à terme, et maintenir une politique très accommodante pour soutenir une reprise économique encore précaire. Le risque d'erreur de politique monétaire à ce stade encore fragile du cycle justifie l'accent que nous mettons dans nos investissements aux Etats-Unis sur les entreprises à forte visibilité.

Les pays émergents inégaux devant les facteurs de risques

Dans le monde émergent, les situations sont devenues très différenciées. Le ralentissement chinois pose paradoxalement plus de difficultés pour le reste du monde que pour la Chine. Certes, la baisse continue du marché immobilier est préoccupante et justifie que nous soyons intégralement sortis du secteur bancaire depuis longtemps. Mais les autorités chinoises disposent des marges de manœuvre nécessaires pour piloter convenablement la décélération économique. En revanche, ce ralentissement renforce les pressions déflationnistes pour l'Europe, et constitue un handicap majeur pour le Brésil et la Corée, dont les niveaux d'activité sont historiquement très subordonnés à ceux de la Chine. L'Afrique du Sud, la Turquie, qui continuent de présenter des balances de paiements courants très déficitaires (au contraire de la Chine, de la Corée ou de Taiwan) seraient eux beaucoup plus vulnérables à une éventuelle diminution des liquidités globales et à une forte remontée du dollar, son corollaire. Enfin, le Mexique et l'Inde voient leurs destinées reposer principalement sur leurs mérites propres. Nous sommes par conséquent positionnés de façon très sélective dans cet univers hétérogène.

Le Japon à la croisée des chemins

Au Japon, parvenir à s'extirper d'une longue période de croissance nominale très faible, au moment même où le monde occidental y entre, constitue un défi de taille pour Shinzo Abe. Pour demeurer crédible, le volontarisme affiché il y a dix-huit mois devra être redoublé. Le pari n'est pas encore gagné, loin s'en faut, et nous attendrons la confirmation d'un second souffle de l'Abenomics avant de renforcer nos positions, réduites au fil de l'année.

Les marchés entrent dans une nouvelle phase délicate : alors que le faible rythme de croissance économique, les niveaux élevés d'endettement public et les pressions déflationnistes globales rendent les économies occidentales plus vulnérables aux chocs externes (y compris géopolitiques), les Banques centrales commencent à redouter les risques que font courir à la stabilité du système financier leurs politiques extrêmement accommodantes (en Europe, c'est l'Allemagne qui se charge de renforcer ce souci dans l'esprit de Mario Draghi). S'y ajoute l'hystérésis de toute crise financière grave :

la paralysie du crédit, qui ne permet pas d'amorcer une reprise du secteur privé, tandis que le secteur public est empêché par ses déficits. Sans que ni les niveaux de valorisations des marchés, ni les analyses techniques n'offrent d'indication fiable d'un point de rupture imminent, il nous semble sage d'intégrer l'ensemble de ces préoccupations dans une gestion patrimoniale. Cela passe par des niveaux d'exposition au risque allégés, une réduction des engagements sur les secteurs cycliques, une moindre exposition à l'euro et, au contraire, un renforcement des positions en dollar, en valeurs non-cycliques de grande qualité, enfin une flexibilité accrue dans la gestion du risque de taux d'intérêt.

Achevé de rédiger le 03/10/2014

STRATÉGIE D'INVESTISSEMENT



LES DEVISES

L'euro a accentué sa chute face au dollar américain au cours du mois, avec une baisse de près de 4%. Ce mouvement a contribué significativement à la performance de nos fonds. L'affaiblissement de l'euro semble être un élément essentiel de la BCE pour contrer les pressions déflationnistes qui affectent le vieux continent. Nous anticipons donc une poursuite de cette tendance, d'autant que le dollar est soutenu, par ailleurs, par les perspectives de normalisation de la politique monétaire américaine. Nous maintenons donc une allocation devise privilégiant le billet vert. En fin de mois, l'exposition au dollar américain de Carmignac Investissement s'établit ainsi à 90% et celle de Carmignac Patrimoine à 64%.

26.26	12:18:08	↓
31.84	12:18:14	↓
57.51	12:18:06	↓
16.49	12:17:55	↓
18.84	12:17:32	↓
54.00	12:17:28	↓
7.14	12:18:15	↓
20.10	12:17:12	↓

LES TAUX

La BCE a utilisé ses dernières marges de manœuvre sur les taux d'intérêt au cours du mois en abaissant son principal taux de refinancement à 0,05% (contre 0,15% précédemment). C'est désormais sur le front des achats d'actifs que la Banque centrale européenne est attendue pour contrer le risque déflationniste. La faible participation des banques de la zone euro à la première allocation de fonds du programme TLTRO a renforcé l'espoir des marchés dans des achats directs d'actifs par la BCE pour parvenir à l'augmentation de son bilan visée par Mario Draghi. Dans ce contexte, les taux longs des emprunts souverains périphériques ont poursuivi leur mouvement de décrue. A l'inverse, les taux américains se sont tendus au cours du mois, le discours très équilibré de Janet Yellen laissant entrevoir un début de normalisation de la politique monétaire américaine courant 2015. Nous avons donc profité dans nos fonds des mouvements concomitants de baisse des taux en Europe et de hausse des taux

aux Etats-Unis. Les sensibilités de nos fonds ont peu bougé au cours du mois pour rester à des niveaux modérés de respectivement +2,4 pour Carmignac Patrimoine, +3,3 pour Carmignac Portfolio Emerging Patrimoine, +2,6 pour Carmignac Portfolio Global Bond, +1,4 pour Carmignac Sécurité et +0,4 pour Carmignac Portfolio Capital Plus.



LES ACTIONS

Les marchés actions ont enregistré une correction sensible au mois de septembre, purgeant sans doute un consensus de marché devenu très optimiste. Les marchés émergents ont été les premières victimes de cet ajustement, et notamment le Brésil dont les performances fluctuent au gré des sondages de la prochaine élection présidentielle. On notera toutefois le rebond sensible de près de +5% du Japon sur le mois. Le comportement idiosyncratique du marché japonais contribue ainsi à lisser quelque peu la performance de notre stratégie globale. Nous avons continué, au cours du mois, à renforcer le caractère défensif de notre sélection de valeurs en construisant de nouvelles positions au sein de notre thématique des leaders mondiaux sur les valeurs de santé. Dans le même temps, nous avons réduit notre exposition aux valeurs européennes domestiques (notamment bancaires) pour concentrer notre allocation européenne sur les sociétés les plus à même de bénéficier de la faiblesse de l'euro. En sus du renforcement du caractère défensif de nos portefeuilles, nous avons ainsi réduit notre exposition actions en cours de mois. Celle-ci s'établit en fin de mois à 44% pour Carmignac Patrimoine et 39% pour Carmignac Portfolio Emerging Patrimoine.



LES MATIÈRES PREMIÈRES

Carmignac Portfolio Commodities a profité de son alloca-

tion privilégiant le secteur de l'énergie au détriment du secteur minier pour absorber la correction intervenue sur les marchés actions. Nous continuons de concentrer nos positions sur les sociétés offrant un solide profil de génération de cash-flows mal appréhendé ou valorisé par le marché.



FONDS DE FONDS

Nos fonds de fonds ont enregistré une performance légèrement positive sur le mois. Les stratégies sur la volatilité, que nous avons implémentées pour protéger les fonds en cas de correction, continuent d'être notre principal outil de gestion du risque. A côté de ces stratégies, nous avons également quelque peu réduit notre exposition actions. Aussi, en fin de mois, les expositions actions de Carmignac Profil Réactif 100, 75 et 50 s'établissent respectivement à 84%, 58% et 42%. L'exposition actions de Carmignac Investissement Latitude est, quant à elle, de 89%.

Carmignac's Note

PERFORMANCES DES FONDS

	Valeur liquidative	2014	1 an	3 ans	5 ans
Carmignac Investissement A EUR acc <i>MSCI AC World NR (Eur)</i>	1 048,30	3,96%	10,76%	33,33%	40,12%
	-	13,15%	19,28%	63,79%	74,35%
Carmignac Portfolio Grande Europe A EUR acc <i>Stoxx 600 NR (Eur)</i>	170,70	8,62%	14,45%	46,52%	44,01%
		7,01%	13,52%	59,84%	49,10%
Carmignac Euro-Entrepreneurs A EUR acc <i>Stoxx 200 Small NR NR (Eur)</i>	256,90	7,66%	19,72%	66,73%	72,59%
		1,51%	10,12%	61,13%	60,68%
Carmignac Emergents A EUR acc <i>MSCI Emerging Markets NR (Eur)</i>	766,38	8,08%	10,79%	26,33%	52,70%
		11,73%	11,77%	26,99%	33,26%
Carmignac Portfolio Emerging Discovery A EUR acc <i>50% MSCI EM SmallCaps NR (Eur) + 50% MSCI EM MidCaps NR (Eur)</i>	1 239,07	15,24%	15,22%	40,13%	52,91%
		14,94%	14,81%	32,11%	42,76%
Carmignac Portfolio Commodities A EUR acc <i>Indicateur Carmignac Commodities*</i>	298,96	12,45%	13,93%	3,94%	17,94%
		7,40%	9,53%	17,60%	24,24%
Carmignac Patrimoine A EUR acc <i>50% MSCI AC World NR (Eur) + 50% Citigroup WGBI (Eur)</i>	604,55	6,01%	10,22%	17,27%	25,28%
		11,68%	13,51%	31,67%	50,09%
Carmignac Portfolio Emerging Patrimoine A EUR acc <i>50% MSCI EM NR (Eur) + 50% JP Morgan GBI EM Global diversified</i>	105,34	8,64%	7,60%	11,00%	-
		10,41%	8,66%	20,12%	-
Carmignac Euro-Patrimoine A EUR acc <i>50% EuroStoxx 50 NR (Eur) + 50% Eonia Capitalisé</i>	306,47	0,84%	2,08%	12,91%	20,90%
		3,15%	7,44%	25,80%	11,34%
Carmignac Investissement Latitude A EUR acc <i>MSCI AC World NR (Eur)</i>	249,48	-1,01%	4,99%	25,72%	30,01%
		13,15%	19,28%	63,79%	74,35%
Carmignac Profil Réactif 100 A EUR acc <i>MSCI AC World NR (Eur)</i>	181,81	1,72%	7,10%	29,16%	33,33%
		13,15%	19,28%	63,79%	74,35%
Carmignac Profil Réactif 75 A EUR acc <i>75% MSCI AC World NR (Eur) + 25% Citigroup WGBI (Eur)</i>	203,04	2,54%	6,34%	23,23%	26,25%
		12,42%	16,47%	47,02%	62,37%
Carmignac Profil Réactif 50 A EUR acc <i>50% MSCI AC World NR (Eur) + 50% Citigroup WGBI (Eur)</i>	169,50	3,31%	5,64%	14,47%	18,37%
		11,68%	13,51%	31,67%	50,09%
Carmignac Portfolio Global Bond A EUR acc <i>JP Morgan Global Government Bond (Eur)</i>	1 203,56	10,60%	14,33%	18,05%	28,74%
		10,82%	7,49%	4,53%	27,28%
Carmignac Sécurité A EUR acc <i>Euro MTS 1-3 ans</i>	1 701,74	2,02%	3,44%	11,35%	15,44%
		1,83%	2,39%	8,11%	9,80%
Carmignac Portfolio Capital Plus A EUR acc <i>Eonia Capitalisé</i>	1 166,68	2,23%	3,55%	11,38%	14,65%
		0,10%	0,13%	0,64%	1,85%
Carmignac Court Terme A EUR acc <i>Eonia Capitalisé</i>	3 766,89	0,17%	0,23%	1,03%	2,22%
		0,10%	0,13%	0,64%	1,85%

* 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 30/09/2014.

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 et sur simple demande auprès de la Société de Gestion. Les DICI doivent être remis au souscripteur préalablement à la souscription.