



PAR **DIDIER SAINT-GEORGES**

Membre du comité d'investissement

Sur les derniers mois, les corrections de marchés dans l'univers émergent ont été particulièrement violentes, sur les actions, les obligations et les devises. Cette forte corrélation entre les classes d'actifs, inhabituelle, est d'ailleurs ce qui a rendu l'investissement, même diversifié, particulièrement ardu dans cet univers. Comme nous l'indiquions dans notre Note de juillet (« Changement climatique »), l'annonce de la réduction prochaine de l'apport de liquidités par la Banque centrale américaine constitue un événement majeur pour les marchés qui en avaient jusque-là le plus bénéficié. Et il se joint pour le monde émergent (la « double peine » disions-nous) à l'impact du ralentissement économique chinois. Cette cor-

« LA SITUATION FINANCIÈRE DE BEAUCOUP DE PAYS ÉMERGENTS EST AUJOURD'HUI PROFONDÉMENT DIFFÉRENTE DE CE QU'ELLE ÉTAIT EN 1997 »

rection est-elle annonciatrice d'une crise beaucoup plus grave, analogue à celle qu'avait connue le monde émergent à la fin des années 90 ? Nous ne le pensons pas. Si les marchés peuvent facilement trouver des raisons de demeurer nerveux à court terme, le monde émergent est fon-

damentalement beaucoup plus robuste et diversifié qu'il y a quinze ans.

2013 N'EST PAS 1997

Souvenons-nous de la crise de la fin des années 1990 qui avait emporté les pays d'Asie du Sud-Est, puis s'était propagée aux autres zones. A cette époque, le « miracle » industriel émergent de la décennie passée est spectaculaire, mais fondamentalement fragile pour trois raisons : (1) il est financé principalement à court terme par des capitaux étrangers (qui, soit dit en passant, y sont chaudement encouragés par le FMI et la Banque Mondiale !), (2) il repose sur des parités de change fixes qui s'avèrent surévaluées depuis que l'afflux de capitaux a fait s'élever les niveaux d'inflation dans la région, et (3) les niveaux de réserves de change dans les Banques centrales émergentes sont faibles. Par conséquent, au moment du renversement de la surchauffe économique, la fuite de capitaux précipite les économies dans un chaos considérable, contagieux, et les pouvoirs publics qui s'acharnent pendant un temps à défendre leurs monnaies ne font que révéler leur impuissance. Aujourd'hui, la situation financière du monde émergent est profondément différente. Et ceci pour une raison décisive : le monde émergent, très durement sanctionné par cette crise des années 1990, y a puisé la détermination de construire sa croissance de 2002 à 2011 sur un tout autre modèle. Les pays asiatiques et latino-américains

Tous les pays neufs ne sont pas fragiles. Au contraire

ont cette fois veillé à contenir leur niveau de dette externe (de l'ordre de 30% du PIB en Asie du Sud-Est). Par ailleurs, le taux de change des principales monnaies émergentes est aujourd'hui flexible. Cette conjonction de taux de change flexible et d'une faible dépendance externe, leur



procure aujourd'hui mieux que de la robustesse : une forme d'« anti-fragilité », pour reprendre l'excellent néologisme créé par l'épistémologiste Nassim Taleb. En effet, non seulement leur monnaie peut s'affaiblir sans entamer leur solvabilité, et agit donc comme un amortisseur de choc, mais cet affaiblissement pourra même leur conférer au final un avantage de compétitivité externe, qui facilitera mécaniquement un rétablissement de leurs équilibres extérieurs (c'est bien cet avantage qui fait défaut aujourd'hui aux pays déficitaires de la zone euro). L'effondrement d'une devise demeurerait bien entendu un phénomène très déstabilisant pour le pays concerné (l'anti-fragilité a ses

limites). Mais, autre progrès radical par rapport à 1997, la plupart des pays émergents peuvent aujourd'hui s'appuyer sur des réserves de change considérables pour éviter le pire. A titre d'exemple, ces réserves atteignent aujourd'hui 16%, 46% ou 47% du PIB respectivement pour l'Inde, la Malaisie et la Thaïlande, contre 7%, 19 % et 18% en 1997. Enfin, la faiblesse du prix des matières premières (hors énergie, nous y reviendrons) et la faible croissance globale évitent largement que la baisse des monnaies soit inflationniste.

« LE SUJET PRINCIPAL DES PAYS ÉMERGENTS N'EST PAS CELUI DE LEURS BILANS MAIS DE LEUR CROISSANCE »

LES BONNES RAISONS D'ÊTRE SÉLECTIFS

Quand la peur et la perspective d'une moindre abondance de liquidité prévalent, les marchés se plaisent à faire un affront aux fondamentaux de long terme. Il y a lieu par conséquent de se méfier des excès de corrections qui pourraient encore survenir dans l'univers émergent. C'est particulièrement le cas pour des pays comme l'Inde ou la Turquie, dont les lourds déficits courants sont très pénalisants pour leurs monnaies et s'aggravaient encore en cas de remontée brutale du coût de l'énergie. Mais à moins d'un effondrement incontrôlé des conditions de la liquidité globale, le sujet principal pour le monde émergent n'est donc pas celui de leurs finances. Il demeure celui de la croissance. Le ralentissement de l'univers développé et le rééquilibrage de l'économie chinoise (qui ne devrait tout de même plus surprendre personne aujourd'hui !) constituent la toile de fond. Il ne faut pas se faire d'illusions : la contrainte du désendettement ne permettra qu'une reprise modeste en occident, et le rééquilibrage de l'économie chinoise, ajoutée à l'assainissement de ses canaux de financement, signifient, selon nos analyses, un rythme de croissance réelle pour la Chine désormais certainement inférieur au 7,5% officiel. Mais ce contexte ne place pas nécessairement l'ensemble du monde émergent en situation défavorable par rapport au monde développé. Quelques

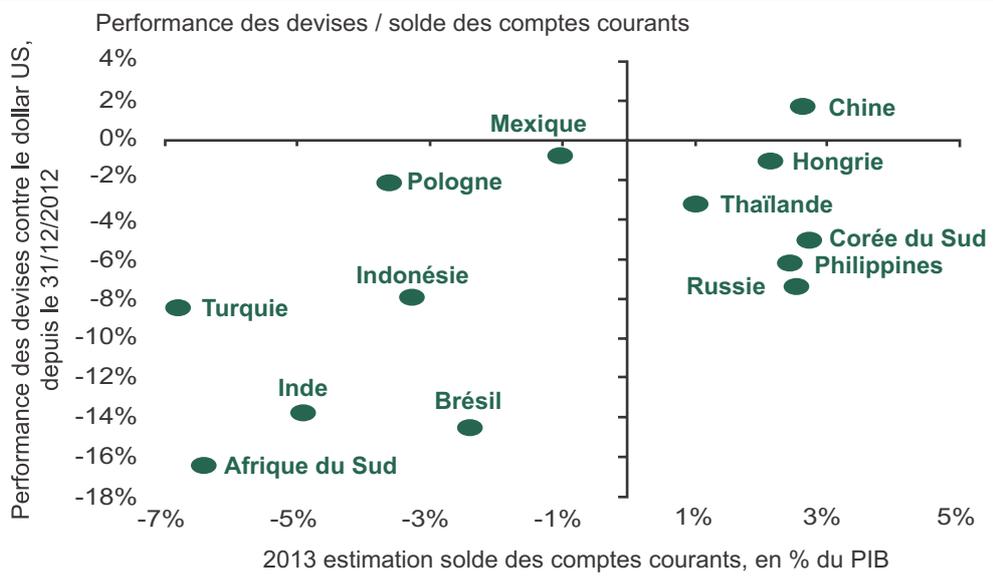
exemples : s'il est clair que le rééquilibrage chinois induit pour le Brésil le tarissement de leur principale source de demande en matières premières, il est tout aussi clair qu'à contrario, il signifie une plus forte demande pour les fournisseurs de services ou de biens de consommation (locaux, coréens, taiwanais, etc.). Autre exemple : le Mexique profitera à plein de la reprise américaine, quand celle-ci prendra forme, comme plusieurs pays d'Asie seront idéalement placés pour profiter de la renaissance de l'économie domestique japonaise. Chaque pays doit continuer de jouer ses cartes maîtresses, ajuster son positionnement au nouvel environnement économique global et renforcer sa compétitivité. Nous retrouvons là d'ailleurs un critère de succès déterminant, familier des pays européens : la capacité à se réformer. De ce point de vue, c'est peu dire que l'Inde et le Brésil constituent d'énormes déceptions, englués dans les travers de l'électoratisme. A contrario, des pays comme le Mexique ou la Colombie font de véritables progrès, de même que la Chine qui, sous la baguette de Li Ke-qiang, ne fait pas mystère de son volontarisme.

Comme nous l'indiquions dans notre précédente Note, enclencher une normalisation de sa politique monétaire alors que l'économie américaine et globale demeurent fragiles, constitue pour la Fed un défi formidable. Les marchés et les devises, en particulier dans l'univers émergent, demeureront volatils tant que cette

double incertitude, sur la croissance et sur les liquidités, sera devant nous. Dans notre gestion globale actions, l'exposition aux pays émergents a été réduite à moins de 20% au début de l'été, dont moins de 6% sur l'Inde, le Brésil et la Turquie, et le risque devises y est intégralement couvert. Mais, à moyen terme, l'environnement économique global avide de croissance saura rappeler aux investisseurs les vertus des pays neufs, qui auront fait la preuve de leur résilience dans cette période mouvementée.

Achevé de rédiger le 02/09/2013

Pays émergents : les déficits des comptes courants représentent un facteur de vulnérabilité



Source : Credit Suisse, juillet 2013

STRATÉGIE D'INVESTISSEMENT



LES DEVISES

La normalisation de la politique monétaire de la Banque centrale américaine a logiquement pénalisé les devises des pays émergents présentant des balances des paiements courants déficitaires. Nous nous sommes prémunis contre ce danger en début d'été en mettant en œuvre des stratégies de couverture sur les principales devises à risque dans nos portefeuilles, notamment celles du Brésil, de l'Inde et de la Turquie. Ces couvertures ont été maintenues au cours du mois d'août. En fin de mois le dollar américain a profité de son statut de monnaie refuge pour terminer le mois en légère hausse face à l'euro. Nous en avons profité pour prendre quelques profits en ramenant à fin août notre exposition au billet vert à 43% dans Carmignac Patrimoine et à 67% dans Carmignac Investissement.



LES TAUX

Si les taux américains ont continué de se tendre en août dans le sillage de la volonté de la Fed de réduire ses achats d'obligations d'Etat à compter de septembre, les tensions géopolitiques en Syrie ont contribué à inverser le mouvement en fin de mois. Notre stratégie d'arbitrage visant à privilégier les segments où les primes de rendement sont attractives (notamment les émetteurs privés ou les dettes souveraines italienne et espagnole) tout en nous prémunissant du risque de taux s'en trouve ainsi confortée. Nous avons donc maintenu une sensibilité prudente dans l'ensemble de nos Fonds qui s'établit à fin août à -2,1 pour Carmignac Patrimoine, -1,9 pour Carmignac Global Bond, +0,8 pour Carmignac Sécurité, +2,4 pour Carmignac Emerging Patrimoine et 0,6 pour Carmignac Capital Plus.



LES ACTIONS

La fin du mois d'août s'est caractérisée par un rebond significatif de l'aversion pour le risque des investisseurs : après la forte chute de juillet, la volatilité a vigoureusement rebondi pour retrouver ses plus hauts de l'année. Plusieurs éléments se sont conjugués pour expliquer ce phénomène : des données macro-économiques mitigées, les troubles au Moyen-Orient, et enfin l'incertitude que suscite aux Etats-Unis le retour des discussions sur le relèvement du plafond de la dette prévu pour octobre. Dans ce contexte où la plupart des marchés actions se sont inscrits en baisse, nous avons maintenu la sélectivité renforcée mise en œuvre au deuxième trimestre. Nous privilégions toujours les groupes qui se positionnent comme leaders mondiaux, conjuguant une grande diversification géographique avec un accès aisé aux financements. Parallèlement à ceux-ci nous concentrons nos investissements au sein des pays émergents dans les valeurs à fort potentiel de croissance en nous focalisant sur les pays présentant les meilleurs fondamentaux. Nous maintenons enfin nos positions importantes au sein des thématiques « croissance US » et « reflation japonaise ». Nous avons par ailleurs sensiblement réduit notre exposition actions en milieu de mois : celle-ci s'établit désormais à 28% pour Carmignac Patrimoine, 24% pour Carmignac Emerging Patrimoine et 80% pour Carmignac Investissement.



LES MATIÈRES PREMIÈRES

Carmignac Commodities a enregistré une performance légèrement positive sur le mois. Dans un contexte boursier globalement baissier, le Fonds a profité de son positionnement marqué sur le thème de l'énergie. Il a toutefois sous-performé son indicateur de référence, lequel a bénéficié du rebond prononcé des valeurs des

mines et métaux sur lesquelles nous sommes peu positionnés. Nous avons continué de renforcer nos positions énergétiques en introduisant ce mois-ci dans le Fonds la société Pioneer Natural, une société américaine d'exploration-production.



FONDS DE FONDS

Nos Fonds de Fonds ont enregistré une performance légèrement négative au cours de l'été. La réduction de l'exposition initiée au début de l'été a été sensiblement accentuée à la fin du mois d'août. Ce mouvement qui a pénalisé notre performance relative au cours du mois de juillet, a permis à nos Fonds de Fonds d'amortir la correction intervenue au mois d'août sur les marchés actions. En fin de mois notre exposition actions s'établit ainsi respectivement à 41%, 29% et 15% pour Carmignac Profil Réactif 100, 75 et 50. L'exposition de Carmignac Investissement Latitude s'établit quant à elle à 49%.



PERFORMANCES DES FONDS

	Valeur liquidative	2013	1 an	3 ans	5 ans
Carmignac Investissement A EUR acc <i>MSCI AC WORLD NR (EUR)</i>	919,04	4,14% 8,80%	7,92% 9,71%	13,46% 27,69%	34,44% 22,26%
Carmignac Grande Europe A EUR acc <i>Stoxx 600 NR (EUR)</i>	146,29	1,05% 8,94%	4,08% 14,44%	14,50% 21,24%	2,26% 5,73%
Carmignac Euro-Entrepreneurs A EUR acc <i>Stoxx Small 200 NR (EUR)</i>	209,50	4,83% 11,31%	11,68% 19,93%	31,94% 30,21%	8,73% 23,53%
Carmignac Emergents A EUR acc <i>MSCI Emerging Markets NR (EUR)</i>	667,20	-11,71% -10,21%	-7,07% -4,38%	4,99% -5,84%	25,66% 10,65%
Carmignac Emerging Discovery A EUR acc <i>50% MSCI EM Mid Cap NR (EUR) + 50% MSCI EM Small Cap NR (EUR)</i>	1 033,71	-6,02% -8,40%	-1,41% -2,63%	0,41% -8,99%	23,78% 26,68%
Carmignac Commodities A EUR acc <i>Indice Carmignac Commodities*</i>	260,78	-10,30% -5,34%	-11,52% -4,17%	-16,41% -1,35%	-20,00% -8,97%
Carmignac Patrimoine A EUR acc <i>50% MSCI AC WORLD NR (EUR) + 50% Citigroup WGBI All Maturities (EUR)</i>	543,33	-1,36% 1,98%	-1,08% 0,01%	4,49% 13,49%	33,86% 36,26%
Carmignac Emerging Patrimoine A EUR acc <i>50% JPMorgan GBI-EM Global Diversified Composite Unhedged (EUR) + 50% MSCI EM NR (EUR)</i>	97,30	-13,33% -10,84%	-10,53% -7,03%	-	-
Carmignac Euro-Patrimoine A EUR acc <i>50% Euro Stoxx 50 NR (EUR) + 50% Eonia Capitalisé</i>	299,57	-0,18% 2,95%	-0,58% 7,19%	16,08% 4,44%	11,40% -2,65%
Carmignac Investissement Latitude A EUR acc <i>MSCI AC WORLD NR (EUR)</i>	234,33	3,69% 8,80%	8,23% 9,71%	13,24% 27,69%	38,53% 22,26%
Carmignac Profil Réactif 100 A EUR acc <i>MSCI AC WORLD NR (EUR)</i>	170,14	-1,54% 8,80%	1,75% 9,71%	11,65% 27,69%	6,76% 22,26%
Carmignac Profil Réactif 75 A EUR acc <i>75% MSCI AC WORLD NR (EUR) + 25% Citigroup WGBI All Maturities (EUR)</i>	191,92	-1,58% 5,39%	0,19% 4,83%	9,28% 20,55%	11,36% 31,84%
Carmignac Profil Réactif 50 A EUR acc <i>50% MSCI AC WORLD NR (EUR) + 50% Citigroup WGBI All Maturities (EUR)</i>	161,88	-2,54% 1,98%	-2,46% 0,01%	5,43% 13,49%	12,23% 36,26%
Carmignac Global Bond A EUR acc <i>JP Morgan Global Government Bond Index</i>	1 087,11	-4,77% -5,05%	-6,84% -9,95%	4,20% -0,19%	10,25% 35,71%
Carmignac Sécurité A EUR acc <i>Euro MTS 1-3 years</i>	1 639,70	0,82% 0,91%	2,58% 2,54%	6,60% 5,17%	23,39% 16,19%
Carmignac Capital Plus A EUR acc <i>Eonia Capitalisé</i>	1 126,79	1,93% 0,05%	3,83% 0,08%	9,10% 1,37%	11,48% 3,59%
Carmignac Court Terme A EUR acc <i>Eonia Capitalisé</i>	3 757,56	0,12% 0,05%	0,14% 0,08%	1,67% 1,37%	4,22% 3,59%

*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) (MSCI ACWF Food NR (Eur) avant le 01/07/2013). Rebalancé annuellement depuis le 01/01/2012.

Source : Carmignac Gestion au 30/08/2013.

Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures. Elles ne sont pas constantes dans le temps. Ce document ne constitue pas un conseil en investissement ni une analyse financière. Carmignac Gestion ne saurait être tenue responsable de toute décision prise ou non sur la base des informations contenues dans ce document. Jusqu'au 31/12/2012, les indices « actions » des indicateurs de référence étaient calculés hors dividendes. Depuis le 01/01/2013, ils sont calculés dividendes nets réinvestis et leurs performances sont présentées selon la méthode du chaînage.