

La Lettre mensuelle

// ÉDITO

2013 : que feront les politiques de l'économie ?

Dans notre lettre de décembre 2012 (« Cycles économiques, tendances longues et cygnes noirs »), nous analysions les tournants économiques majeurs engagés dans les grandes régions du monde au fil de l'année. La fin de la décélération en Chine, l'entrée en récession de la zone euro, la fragile reprise américaine et le défi du ralentissement japonais nous indiquaient les perspectives ouvertes à une gestion globale pour l'année à venir. Nous relevions de plus que l'engagement sans précédent des grandes Banques Centrales, et notamment de la BCE depuis l'été, constituait autant de filets de sécurité, offrant aux dirigeants politiques la marge de manœuvre nécessaire pour remettre leurs économies en ordre de marche. En 2013, ce sera donc bien aux politiques de prendre les commandes, après que cinq pays majeurs, les Etats-Unis, la France, la Chine, et finalement aussi le Japon et bientôt l'Italie aient renouvelé leur exécutif. Le défi est considérable dans les pays développés car le passage demeure très étroit entre l'orthodoxie libérale dont le coût social immédiat rencontre une résistance croissante de l'opinion, même aux Etats-Unis comme l'a constaté Mitt Romney, et des politiques keynésiennes que les finances publiques nulle part ne permettent plus. La question politique est également très concrète dans l'univers émergent, où les dirigeants doivent piloter de conserve redémarrage de l'activité et rééquilibrage de leurs économies vers la consommation. Une stratégie d'investissement globale nécessite une attention toute particulière à ces questions décisives.

« Chaque pays européen voudrait être aussi fort que si l'Europe était unie, et conserver autant de souveraineté nationale que si elle ne l'était pas. » Mario Monti

En Europe, la gouvernance politique, talon d'Achille de la zone depuis le début de la crise, s'est récemment renforcée. Alors qu'il avait fallu attendre jusqu'à l'été 2011, soit environ dix-huit mois, avant que le Conseil Européen reconnaisse que la situation de la Grèce nécessitait bien une restructuration de sa dette, plusieurs étapes essentielles ont été franchies en moins de six mois. La reconnaissance explicite au Conseil de Juin 2012 de la nécessité d'une union bancaire, fiscale, budgétaire et économique n'est pas



des moindres, concrétisée dès le mois de décembre par un premier accord des dix-sept pour confier à la BCE la supervision du secteur bancaire. Mais les prochains obstacles à franchir demeurent formidables. Car la violence de la crise a ravivé les

résistances au sein même des pays. Le régionalisme en Espagne, le raidissement de l'aile gauche parlementaire en France, la tentation du populisme en Italie, et un peu partout la montée du souverainisme sont autant de menaces supplémentaires à la solidité de la zone euro. Le défi politique consiste à maintenir, voire rétablir, la confiance des populations en Europe ; dans les pays du Sud pour leur faire accepter le coût social très élevé des ajustements, au Nord pour leur faire accepter le coût financier de l'interdépendance. Le rôle fédérateur que

jouera, ou pas, Mario Monti dans le prochain gouvernement italien sera déterminant. Ce sera aussi la capacité du gouvernement français à démontrer un leadership politique, qu'il faudrait churchillien, pour imposer les réformes de structure nécessaires des dépenses publiques. Angela Merkel devra, quant à elle, faire admettre à son opinion publique que la réduction urgente des déficits sans la mise en place des conditions du respect durable de ces critères, donc de la croissance, serait un mauvais calcul à moyen terme. Les défis que devront relever les dirigeants européens pour justifier un retour à long terme des investisseurs internationaux demeurent donc colossaux.

« Le monde émergent doit proposer une alternative au modèle mercantiliste dont la crise économique de l'Occident a sonné la fin »

En Chine, l'argument classique de l'inaltérable continuité politique, par delà les transitions formelles de leadership, possède une force indéniable. Ceci d'autant plus aujourd'hui que Li Keqiang, nouveau premier ministre, est un protégé historique du Président sortant Hu Jintao. Ne sous-estimons pas néanmoins ce que les figures de la direction du Parti ont pu apporter d'inflexions majeures dans l'histoire économique de la Chine. Xi Jinping, le nouveau Président, devra réaliser des réformes très profondes, rendues nécessaires autant par la montée de la pression sociale dans le pays que par la baisse structurelle des exportations et des investissements comme moteurs dominants de la croissance. Aux côtés de la réforme du marché des capitaux, des situations monopolistiques des entreprises d'Etat et de la politique fiscale, la réforme de l'urbanisation sera l'une des plus cruciales à engager. En effet, la voie vers l'augmentation du niveau de vie moyen en Chine devra passer par cette réforme, qui vise à donner accès à plusieurs

centaines de millions de travailleurs migrants au « Hukou urbain », c'est à dire à un statut leur accordant les mêmes revenus, droits et prestations sociales que les résidents. Il est encourageant de constater que, dès la Conférence Centrale économique de mi-décembre, Xi Jinping confirmait cette priorité pour 2013.

« Admirable position du nouveau monde, qui fait que l'homme n'y a encore d'ennemis que lui-même. » Alexis de Tocqueville

Aux Etats-Unis, peut-être davantage qu'ailleurs, les politiques tiennent les clés de leur économie pour 2013. Comme nous l'anticipions dès cet été, la très médiatisée « falaise fiscale » et son impact récessif tant redouté sur l'économie a bien été évitée. Le risque demeure certes que la faible dimension de l'accord peine à convaincre les entreprises américaines d'engager rapidement le nouveau cycle d'investissement attendu. Les négociations sur le plafond de la dette publique n'ont pas commencé, et donneront d'ici deux mois l'occasion aux Parlementaires d'un nouveau bras de fer périlleux. Mais le volet hausse d'impôts est désormais clarifié et les politiques ont toutes les cartes en main pour négocier une réduction des dépenses publiques qui ne torpille pas le rebond économique.

Au Japon, la lassitude rend beaucoup d'observateurs sceptiques sur ce que l'élection du septième premier ministre japonais en six ans pourrait changer au niveau de confiance abyssal qu'exprimaient toujours les entreprises japonaises à la fin de 2012. Pourtant, la détermination de Shinzo Abe à enrayer pour de bon la déflation chronique et la croissance atone de l'archipel mérite l'attention. En quelques semaines, la Banque du Japon a déjà été instamment enjointe d'assouplir fortement sa politique, voire même d'abdiquer une partie de son

indépendance. Et M. Abe annonce par ailleurs une politique de relance budgétaire très volontariste.

Voir plus loin

La croissance économique globale demeure précaire en ce début 2013. Les stratégies économiques que mèneront les dirigeants politiques dans le monde seront donc décisives. Mais elles recèlent un potentiel de bonnes surprises. Si l'Europe devra encore relever des défis majeurs, le Japon est lui peut-être enfin en train de se réveiller, les politiques américains auront à cœur de ne pas scier la branche sur laquelle leur redémarrage économique repose, et le nouveau leadership Chinois pourra exploiter ses marges de manœuvre pour piloter efficacement le rééquilibrage économique du pays. L'année 2013 s'annonce complexe mais prometteuse pour une gestion globale active. Sur cette note confiante, nous vous adressons nos meilleurs vœux de prospérité.

Didier Saint-Georges

Achévé de rédiger le 2 janvier 2013

// STRATÉGIE D'INVESTISSEMENT

● **Les devises :** renforcement de notre exposition à l'euro

L'euro a poursuivi sa progression au cours du mois face aux grandes monnaies des pays développés (dollar américain, livre britannique et yen japonais). Nous avons bénéficié de ce mouvement grâce au renforcement de nos positions sur la monnaie européenne en début de mois. Notre exposition sur l'euro se situe désormais à respectivement 72% et 52% dans **Carmignac Patrimoine** et **Carmignac**

Investissement contre 60% et 29% à fin novembre. Sur le yen, l'élection d'une nouvelle majorité favorable à un affaiblissement de la devise japonaise a permis à cette dernière de se replier sensiblement. Nous en avons profité pour prendre une partie de nos profits.

● **Les taux :** détente généralisée

Les taux se sont détendus au mois de décembre tant sur les signatures les plus solides comme l'Allemagne (-7 points de base sur le mois) que sur les signatures plus sensibles comme l'Espagne (-5 points de base sur le mois). Les baisses de taux décidées par la Turquie (la dette turque à 10 ans a ainsi vu ses taux passer de 6,87% à 6,55% sur le mois) et la Pologne ont par ailleurs bénéficié à nos positions sur les dettes de ces deux pays. Cette détente généralisée nous a incités

à réduire la sensibilité dans nos fonds **Carmignac Patrimoine** en fin de période (de 3,6 en début de mois à 2,5) et **Carmignac Global Bond** (de 8,4 à 6,6), principalement via les obligations souveraines. Les sensibilités de **Carmignac Emerging Patrimoine**, **Carmignac Sécurité** et **Carmignac Cash Plus** sont restées quasi stables à respectivement 6,1, 1,6 et 1,1.

● **Les actions :** une belle fin d'année entraînée par les marchés émergents

Nos Fonds actions, très fortement investis, ont bien profité de l'appréciation des marchés au cours du dernier mois de l'année, entraînée notamment par les marchés japonais (+10% sur le Nikkei 225) et émergents (indice Bovespa brésilien, indice RTS Select russe et indice Hong Kong Hang Seng China Entreprises chinois, tous en hausse de plus de 6% sur le mois). Nos valeurs exposées aux pays émergents ont particulièrement bénéficié de cette tendance. Nous

pensons par ailleurs que l'affaiblissement du yen et l'agenda pro-business de la nouvelle majorité au Japon devraient être favorables aux sociétés japonaises. Nous en avons donc profité pour introduire dans **Carmignac Investissement** et **Carmignac Patrimoine** des positions sur les indices Topix et Nikkei ainsi que certaines valeurs comme Toyota ou Nomura.

● **Les matières premières :** baisse du secteur aurifère et rebond des producteurs de minerai de fer

Carmignac Commodities a enregistré une performance légèrement négative ce mois-ci, en deçà de celle de son indicateur de référence. Le Fonds a continué de souffrir de son exposition aux valeurs aurifères qui ont baissé sur le mois. Le maintien d'une politique monétaire agressive par les banques centrales américaines et anglaises, ainsi que les pressions sur les Banques centrales des pays dont la monnaie est chère (Suisse, Japon) concourent au maintien d'une expansion monétaire mondiale favorable à long terme à l'or. C'est pourquoi les valeurs aurifères continuent de représenter près de

16% de **Carmignac Commodities**. Nous avons effectué quelques arbitrages et introduit ce mois-ci Argonaut Gold, une compagnie aurifère canadienne bénéficiant d'un solide bilan et d'une bonne rentabilité. Nous avons également construit une petite position sur Fortescue Metals, une société australienne productrice de minerai de fer. Avec notre autre valeur sur le minerai de fer, African Minerals, ces titres ont bénéficié au mois de décembre des signaux de renforcement de la reprise économique chinoise.

● **Fonds de Fonds :** allocation d'actifs

Nos Fonds de Fonds ont enregistré une performance positive très solide sur le mois. La stratégie optionnelle visant à tirer parti de la baisse du yen introduite en novembre a continué à contribuer à la performance des Fonds. L'exposition actions a été légèrement

augmentée en début de mois et reste proche de ses maximums pour chaque Fonds. Elle s'établit ainsi respectivement à 96%, 73% et 48% pour **Carmignac Profil Reactif 100, 75 et 50**. L'exposition de **Carmignac Investissement Latitude** est de 101%.

// PERFORMANCES DES FONDS

	Valeur liquidative	2012	1 an	3 ans	5 ans
Carmignac Investissement A EUR acc <i>MSCI All Countries World Index (Eur)</i>	882,48	8,90% 11,69%	8,90% 11,69%	13,52% 23,47%	13,50% -6,57%
Carmignac Grande Europe A EUR acc <i>Stoxx 600</i>	144,77	17,90% 14,37%	17,90% 14,37%	16,78% 10,16%	-11,52% -23,30%
Carmignac Euro-Entrepreneurs A EUR acc <i>Stoxx 200 Small</i>	199,85	22,59% 20,13%	22,59% 20,13%	26,95% 20,87%	-1,98% -10,83%
Carmignac Emergents A EUR acc <i>MSCI Emerging Markets (Eur)</i>	755,71	17,28% 13,38%	17,28% 13,38%	34,99% 16,05%	0,29% -6,05%
Carmignac Emerging Discovery A EUR acc <i>50% MSCI EM Mid Cap (Eur) + 50% MSCI EM Small Cap (Eur)</i>	1 099,98	15,92% 16,90%	15,92% 16,90%	24,31% 15,38%	10,00% -1,95%
Carmignac Commodities A EUR acc <i>Indice CARMIGNAC Commodities (Eur)*</i>	290,71	-9,65% -0,35%	-9,65% -0,35%	1,22% 5,34%	-21,65% -15,46%
Carmignac Patrimoine A EUR acc <i>50% MSCI All Countries World Index (Eur) + 50% Citigroup WGBI (Eur)</i>	550,81	5,42% 5,89%	5,42% 5,89%	11,88% 24,22%	31,57% 23,97%
Carmignac Emerging Patrimoine A EUR acc <i>50% MSCI EM (Eur) + 50% JPM GBI EM (Eur)</i>	112,26	14,43% 14,17%	14,43% 14,17%	- -	- -
Carmignac Euro-Patrimoine A EUR acc <i>50% Euro Stoxx 50 + 50% Eonia Capitalisé</i>	300,11	8,43% 6,82%	8,43% 6,82%	15,39% -4,46%	5,87% -15,40%
Carmignac Investissement Latitude A EUR acc <i>MSCI All Countries World Index (Eur)</i>	225,99	10,44% 11,69%	10,44% 11,69%	14,58% 23,47%	25,44% -6,57%
Carmignac Market Neutral A EUR acc <i>Eonia Capitalisé</i>	1 035,92	1,23% 0,24%	1,23% 0,24%	1,17% 1,57%	-6,23% 6,40%
Carmignac Profil Reactif 100 A EUR acc <i>MSCI All Countries World Index (Eur)</i>	172,80	14,75% 11,69%	14,75% 11,69%	20,58% 23,47%	-7,14% -6,57%
Carmignac Profil Reactif 75 A EUR acc <i>75% MSCI All Countries World Index (Eur) + 25% Citigroup WGBI (Eur)</i>	195,01	11,89% 8,79%	11,89% 8,79%	16,86% 24,01%	1,51% 10,04%
Carmignac Profil Reactif 50 A EUR acc <i>50% MSCI All Countries World Index (Eur) + 50% Citigroup WGBI (Eur)</i>	166,10	7,48% 5,89%	7,48% 5,89%	13,15% 24,22%	8,63% 23,97%
Carmignac Global Bond A EUR acc <i>JP Morgan GGB</i>	1 141,55	7,06% -0,26%	7,06% -0,26%	23,57% 25,79%	14,16% 46,30%
Carmignac Securite A EUR acc <i>Euro MTS 1-3 Y</i>	1 626,41	5,24% 4,54%	5,24% 4,54%	8,98% 5,74%	23,81% 17,81%
Carmignac Cash Plus A EUR acc <i>Eonia Capitalisé</i>	11 054,50	4,92% 0,24%	4,92% 0,24%	8,72% 1,57%	10,55% 6,40%
Carmignac Court Terme A EUR acc <i>Eonia Capitalisé</i>	3 753,00	0,40% 0,24%	0,40% 0,24%	1,77% 1,57%	6,90% 6,40%

* 45% MSCI ACWF Oil and Gas (Eur), 5% MSCI ACWF Energy Equipment (Eur), 40% MSCI ACWF Metal and Mining (Eur), 5% MSCI ACWF Paper and Forest (Eur) and 5% MSCI ACWF Food (Eur).

Source : Carmignac Gestion au 31/12/2012.

Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures. Elles ne sont pas constantes dans le temps et ne font l'objet d'aucune garantie.



CARMIGNAC GESTION
24, place Vendôme - 75001 Paris
Tel : (+33) 1 42 86 53 35 - Fax : (+33) 1 42 86 52 10
www.carmignac.fr

CARMIGNAC GESTION LUXEMBOURG
The plaza - 65, boulevard Grande Duchesse Charlotte - L-1331 Luxembourg
Tel : (+352) 46 70 60 1 - Fax : (+352) 46 70 60 30
www.carmignac.com

Carmignac Gestion, Société anonyme Société de gestion de Portefeuille (agrément n°GP 97-09 du 13/03/1997) - Code NAF : 6630Z au capital de 15 000 000 € - RCS Paris B 349 501 676
Carmignac Gestion Luxembourg, filiale de Carmignac Gestion SA, Société Anonyme au Capital de 3 000 000 € - R.C. Luxembourg B 67 549