

Perspectives économiques et stratégie d'investissement pour le second trimestre 2011

I - Perspectives économiques

► Le ralentissement cyclique de l'activité se profile aux Etats-Unis

Le rebond cyclique observé depuis mi-2009 semble avoir fait oublier que la réduction du surendettement est un processus déflationniste lourd et potentiellement très lent, s'il n'est pas facilité par une politique économique adéquate. Ainsi, la pression se fait de plus en plus forte aux Etats-Unis en faveur du retour immédiat de la vertu budgétaire et, simultanément, d'une politique monétaire moins expansionniste. La fin programmée en juin des injections de liquidités par la Fed et la perspective d'un budget moins favorable à la croissance pourrait alors se conjuguer aux effets déflationnistes de la hausse des cours du pétrole et à un possible ralentissement cyclique déjà pré-annoncé par plusieurs indicateurs précurseurs de l'activité. Fort heureusement, les appels à de moindres stimuli de la part des autorités pourront être contrariés. Sur le plan budgétaire, les élections présidentielles américaines qui se profilent pourront inciter à la retenue jusqu'à fin 2012. En ce qui concerne la politique monétaire, le scepticisme affiché par le président de la Fed à l'égard de l'état de santé sous-jacent de l'économie américaine garantit une normalisation monétaire au pire très progressive même si la fin des injections massives de liquidités fin juin est acquise pour l'essentiel.

► En Europe, le resserrement monétaire de la BCE va peser sur les pays les plus faibles de la zone euro

La croissance actuelle donne aux marchés le sentiment que les mesures récemment prises en faveur des pays affaiblis suffiront à sortir la zone euro de sa crise. La volonté politique en faveur du projet européen est évidente, mais les comptes publics des membres sous assistance et la volonté politique elle-même survivront-ils au ralentissement cyclique en cours, à la hausse des taux de la BCE qui affaiblit l'Espagne encore un peu plus, à la hausse de l'euro qui amplifie le risque déflationniste partout sauf en Allemagne et à des prix pétroliers qui ne baisseraient pas rapidement ? Nous en doutons. Ainsi, même si les risques qui pèsent sur les économies développées n'ont pas tous des implications immédiates, ils sont nombreux. L'approche de la fin de QE2 pourrait inciter les investisseurs à en tenir compte dans les valorisations qu'ils attribueront aux marchés actions matures.

► La question de l'inflation est en voie de résolution dans les pays émergents

Les pays émergents n'ont pas à faire face à la problématique du retrait des stimuli budgétaire et monétaire. Au contraire, il semble que la fin de QE2 aux Etats-Unis y réduira les pressions inflationnistes importées et facilitera leurs politiques monétaires et de change. Les hausses de taux encore à venir seront moins contrecarrées par des entrées de capitaux étrangers non désirées, assurant une lutte contre l'inflation plus efficace, optimisée par une appréciation contrôlée de leurs devises. De la même façon, les effets inflationnistes sur les prix agricoles du phénomène

météorologique La Niña vont s'estomper progressivement, avec l'apparition d'effets de base favorables dans les prochains mois. En dehors de toute nouvelle rupture de l'offre pétrolière, la question de l'inflation semble ainsi en voie de résolution dans les pays émergents, d'autant que le ralentissement attendu dans les économies matures contribuera à une moindre pression sur les prix des matières premières industrielles.

► **Les pays émergents poursuivent leur dynamique de croissance, davantage axée sur la demande interne**

Au contraire des pays développés, l'univers émergent reste dans son propre cycle économique, non contraint par le surendettement. Dans notre scénario central, l'inflation ne cassera pas le dynamisme émergent mais se stabilisera sur des niveaux supérieurs à ceux prévalant avant la crise de 2008. Par ailleurs, la contagion à l'univers émergent d'un éventuel ralentissement des pays développés ne sera en aucun cas comparable à l'expérience de 2008 qui avait été particulièrement sévère pour les économies et les marchés émergents pour au moins trois raisons. 2008 est survenu en conséquence d'un assèchement brutal de la liquidité globale, qui a naturellement impacté davantage les zones et les actifs jugés les plus risqués. Ensuite, les exportations vers les pays développés, en crise, étaient un moteur de croissance majeur pour nombre de pays émergents, ce qui est moins le cas désormais, avec notamment une contribution attendue nulle des exportations nettes chinoises au PIB pour les deux prochaines années. Enfin, les Bourses des pays neufs avaient surperformé les Bourses matures pendant dix années de suite. Aujourd'hui, la plupart des marchés émergents, au premier rang desquels la Chine, sortent d'une période de sous-performance et nous apparaissent moins vulnérables.

► **Les risques se concentrent dans l'univers développé**

Dans l'environnement actuel, la balance des risques est ainsi très largement en défaveur de l'univers développé. La reprise des pays développés est fragilisée alors que la maîtrise de l'inflation dans les pays émergents semble ne plus dépendre que de l'aléa pétrolier. L'environnement actuel milite donc pour une confiance maintenue dans l'univers émergent et pour des investissements dans les pays développés qui soient indexés au dynamisme émergent ou de nature défensive.

II - Stratégie d'investissement

I – Actions internationales

► Le thème de l'élévation du niveau de vie dans les pays émergents a été renforcé

Après un trimestre certes difficile pour l'univers émergent, nous entendons profiter des opportunités que la sous-performance boursière chinoise de ces derniers mois a créée dans ce secteur alors que nous estimons proche la fin du resserrement monétaire. La thématique de l'amélioration du niveau de vie dans les pays neufs a ainsi été légèrement renforcée, de 33,4% le trimestre précédent à 34,1% des encours de Carmignac Investissement. Les principaux achats ont concerné nos valeurs financières chinoises : China Life Insurance, Industrial and Commercial Bank of China et China Construction Bank. En sens inverse, nous avons réduit nos encours sur nos deux marchés les plus vulnérables à des cours élevés du brut, l'Inde et la Turquie, en réalisant Bahrat Heavy et Garanti Bankasi.

► Nous avons opéré quelques prises de bénéfices dans le secteur des matières premières

Le secteur des matières premières a subi de notre part quelques prises de bénéfices, passant de 12,4% à 9,3% des encours de Carmignac Investissement. La hausse des cours pétroliers conjuguée à la perspective de la fin de QE2 nous a incités à alléger nos positions les plus vulnérables à une inflexion conjoncturelle doublée d'une réduction, même légère de la liquidité. Nous entendons cependant ne pas nous soustraire complètement de ce secteur, tant il est stratégique à la croissance de l'univers émergent.

► Notre pondération dans le secteur de l'énergie est restée stable

Avec 15,6% des encours de Carmignac Investissement, le thème de l'énergie est resté stable. La croissance des besoins en énergie fossile et les obstacles à l'accroissement de la production à long terme sont des tendances persistantes. Au lendemain de la catastrophe de Fukushima, nous avons bâti une position sur Woodside Petroleum, producteur de gaz australien devant bénéficier du fort accroissement prévisible des importations nippones en gaz et sur Uranium One, groupe minier prometteur dont le cours a fait l'objet de dégagements nous semblant excessifs. A contrario, nous avons réalisé des prises de bénéfices sur l'essentiel de nos valeurs de services pétroliers : Schlumberger, National Oilwell, Transocean, mais aussi sur le producteur Anadarko après son très beau rebond à la suite de la catastrophe de Macondo.

► Face aux désordres monétaires, nos positions aurifères conservent leur statut de valeurs refuges

La pondération des mines d'or recule de 1%, passant de 12,3% à 11,3% des encours de Carmignac Investissement. Nous maintenons toute notre confiance dans ce thème, plus que jamais refuge face aux désordres monétaires et à la problématique des dettes souveraines qui s'amplifie et se répand.

► Le thème de la croissance américaine a été réduit

Afin de se conformer à notre scénario de ralentissement conjoncturel à venir, le thème de la croissance américaine a été réduit à 6,1% des encours de Carmignac Investissement, principalement à travers l'allègement de nos valeurs

bancaires (Citigroup et Mastercard). Par ailleurs, le thème de l'innovation progresse dans notre allocation avec 15,1% des encours, tandis que la thématique des valeurs défensives est restée stable (4,9%).

► Nous avons réduit notre exposition de change au dollar

Notre gestion de l'allocation devises nous a conduits à couvrir partiellement nos avoirs en dollars (52% y compris devises assimilées) dans Carmignac Investissement. Compte tenu des éléments antagonistes pesant sur la parité euro contre dollar, nous continuons néanmoins de surveiller très attentivement les facteurs pouvant inverser la tendance haussière sur l'euro.

II – Moteurs de performance obligataires

► Notre allocation en emprunts privés reste centrale

Notre allocation en emprunts privés est quasiment restée stable à 34% des encours de Carmignac Patrimoine. Comme nous l'anticipions le trimestre précédent, le poste emprunts privés a bien résisté aux vents contraires affectant les actifs obligataires. Nous reconduisons notre stratégie ce trimestre avec des emprunts peu sensibles au risque de taux (maturités courtes) et bénéficiant d'une prime de risque élevée. Les éléments fondamentaux restent un soutien actif à notre approche : le désendettement des entreprises se poursuit, conduisant à des relèvements de notation. Pour les prochains mois, la contribution à la performance du poste emprunts privés devrait continuer de s'améliorer, notamment à la faveur de la stabilisation des taux d'intérêt qui devrait plus que compenser l'effet de ralentissement conjoncturel que nous anticipons.

► Le poste emprunts d'Etat des pays développés a été diminué

Le poste emprunts d'Etat des pays développés a diminué de 6,6% à 3% des encours de Carmignac Patrimoine. La problématique de la solvabilité des Etats les plus faibles de la zone euro nous tient toujours à l'écart des emprunts d'Etat périphériques européens. Au trimestre précédent, les perspectives de hausse des taux d'intérêt nous ont conduits à liquider l'ensemble de nos engagements sur les emprunts d'Etat allemands à 10 ans, mais également américains et britanniques. Pour la période à venir, les tensions sur les taux allemands pourraient toutefois s'atténuer au fur et à mesure que la décélération du cycle économique se profilera, l'ajustement à la hausse sur les taux courts ayant déjà eu lieu. Nous serons ainsi amenés à saisir au cours des prochaines semaines des opportunités de marché pour relever nos encours sur ce compartiment.

► Le poste emprunts d'Etat émergents représente 8,2% des actifs

La pondération des actifs de Carmignac Patrimoine en emprunts d'Etat émergents représente 8,2% des encours, dont 6,7% investis en dette locale. Les finances publiques des pays émergents plaident pour un renforcement de notre allocation. L'Europe de l'Est, quelque peu délaissée en 2010, offre des opportunités à la lumière des récents ajustements dont ont bénéficié certains pays de cette zone.

Contacts pour la presse :**CARMIGNAC GESTION****Agnès Séverin**

Co-Directeur de la Communication

Tél: +33 1 70 38 56 85

aseverin@carmignac.com**CITIGATE DEWE ROGERSON****Josipa FINK**

Tél +33 1 70 92 33 74

jfink@carmignac.com**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 compte aujourd'hui parmi les principaux intervenants européens de la gestion d'actifs financiers. Son capital est entièrement détenu par les dirigeants et ses salariés. La pérennité de la société est assurée par un actionnariat stable, reflétant son esprit d'indépendance. Cette valeur fondamentale garantit la liberté indispensable à l'existence d'une gestion performante dans la durée.

Gérant plus de 50 milliards d'euros d'encours, Carmignac Gestion a développé une offre complète de 18 OPCVM sur l'ensemble des classes d'actifs actions, obligations et diversifiés ainsi qu'une offre de gestion sous mandat répondant de manière pertinente aux attentes des investisseurs. Nos Fonds sont activement commercialisés dans 11 pays européens : France, Luxembourg, Suisse, Belgique, Italie, Allemagne, Espagne, Pays-Bas, Autriche, Suède et Royaume-Uni. Dans le cadre de son développement l'international, Carmignac Gestion dispose d'une filiale au Luxembourg, de deux bureaux de représentation à Madrid et à Milan, et a procédé à l'enregistrement de l'ensemble de sa gamme à destination des professionnels à Singapour.