



Les dirigeants de BHP Billiton ont-ils perdu la tête ? Dieu est-il réellement brésilien ? Le rééquilibrage économique mondial est-il un mythe ?

Une OPA de 140 milliards de dollars de la part de la première compagnie minière mondiale, BHP Billiton, sur le numéro trois de l'industrie, Rio Tinto, un ensemble fusionné qui pèserait près de 360 milliards de dollars, voilà de quoi s'interroger si ce n'est sur la santé mentale de ses dirigeants, au moins sur la stratégie industrielle poursuivie par le géant anglo-australien. Peu après la fusion entre BHP et l'anglais Billiton en 2001, le président d'alors du groupe, Brian Gilbertson, fit une ouverture à son rival Rio Tinto en vue d'un rapprochement. Celui-ci n'avait pas été approuvé par le conseil d'administration et conduisit à la démission de Gilbertson. Son successeur, l'américain Charles Goodyear, fort de ses diplômes de Yale et de Wharton, de son expérience chez Freeport McMoran, reçut la mission d'instiller de la discipline industrielle dans le groupe géant fraîchement constitué. C'est alors que Goodyear, BHP Billiton, et toute l'industrie minière se retrouvèrent confrontés à l'irrésistible appétit chinois pour les matières premières, bientôt rejoint par une cohorte de pays émergents dont le développement s'est avéré très intensif en ressources naturelles.

Il a donc déjà fallu à Goodyear produire un énorme travail pour convaincre non seulement les analystes et les investisseurs, mais aussi ses administrateurs, qu'il était urgent de changer de stratégie et d'investir massivement pour accroître la production. Jusqu'au mois d'octobre, au cours duquel Goodyear a transmis les rênes de BHP Billiton à Marius Kloppers, Goodyear aimait présenter un graphique du prix des matières premières remontant jusqu'en 1812, « la perspective à 200 ans » aimait-il rappeler, pour souligner que la Chine aujourd'hui était comparable avec la Révolution Industrielle ou la reconstruction après la seconde guerre mondiale. La Chine représentait 10% de la demande mondiale de matières premières dix ans auparavant, elle en constitue plus du quart aujourd'hui. Elle représentait 10% du tonnage de minerai de fer transporté par bateau en 2000, et plus de 45% en 2007. BHP a déclaré lors de la publication de ses derniers résultats trimestriels que la consommation mondiale de cuivre entre aujourd'hui et 2030 devrait être équivalente à celle qui a eu lieu entre 1900 et aujourd'hui ! Le chiffre d'affaires de BHP Billiton en Inde est en 2007 égal à celui réalisé en Chine en 2002, et BHP de souligner que le danger serait une synchronisation des croissances et des niveaux de consommation entre la Chine et l'Inde. Voilà pour la demande. Mais on sait aussi qu'il est très difficile pour ces grandes compagnies minières de renouveler leurs réserves et d'augmenter rapidement leur production.

Proposée sous forme d'échange d'actions, et assortie d'un programme de rachat d'actions de 30 milliards de dollars afin de conserver un équilibre entre les actionnaires des marchés australiens et anglais, cette OPA est un vrai projet industriel et non pas une simple opération financière. M. Koppers estime que le groupe combiné pourrait économiser 1,7 milliards de dollars de coûts annuels. De plus, les synergies permettraient d'accroître la production et de générer ainsi 2 milliards de dollars de profits annuels supplémentaires. Les deux groupes sont en effet des acteurs importants des mêmes minerais et métaux et dans les mêmes régions. Il en est ainsi du minerai de fer en Australie de l'ouest (Yandi) au diamant du Canada du nord (Ekati et Diavik). Dans certains cas, les deux groupes partagent le même actif, comme la plus grande mine de cuivre d'Escondida au Chili.

Cette OPA ne fait pas que des heureux. Le gouvernement australien admettra-t-il qu'une seule entreprise contrôle la majorité de la production de minerai de fer, de charbon et d'uranium ? Les Chinois, qui ont vu le prix du minerai de fer tripler au cours des cinq dernières années, ne voient pas non plus cette opération d'un bon œil. Le géant fusionné contrôlerait alors 40% de la production mondiale et serait en mesure d'exiger notamment que le prix du minerai de fer australien incorpore dorénavant la prime de proximité de ce minerai dont le coût d'acheminement est de 30% inférieur à celui de la principale source concurrente, le Brésil. Ce qui ne plaît pas non plus au géant brésilien CVRD, actuel premier producteur mondial de minerai de fer avec 38% de part de marché. /..

Nous retirons de cette offre de fusion deux éléments essentiels pour notre gestion, deux éléments qui confortent notre vision stratégique: Le premier est que les dirigeants de BHP Billiton, forts de leur connaissance des besoins mondiaux de matières premières et conscients de leurs contraintes de production et de renouvellement de réserves, nous affirment que le cycle de croissance de la demande de matières premières est loin, très loin d'être terminé, et que le risque principal de l'industrie est pour les années à venir de n'être pas en mesure de satisfaire cette demande mondiale. La seconde est que nous assistons aux prémices d'une consolidation et d'une redistribution géante des cartes de l'industrie, dont la revalorisation sera la première conséquence, bénéfique pour nos portefeuilles, tant dans la Gestion Globale que pour celle de **Carmignac Commodities**.

Le mois de novembre a apporté un élément de preuve supplémentaire que Dieu est peut-être brésilien! C'est ainsi que l'explorateur portugais Francesco Suares écrivait à son frère son émerveillement devant la générosité de la nature du pays qu'il découvrait en 1596. Au cours du mois, une découverte majeure d'un champ pétrolifère estimé entre 5 et 8 milliards de barils de pétrole a été faite à 280 km au sud de la côte brésilienne, dans le bassin de Santos. Equivalent à pratiquement l'ensemble des réserves estimées de la Norvège, le champ Tupi augmente de 50% les réserves prouvées de pétrole et de gaz du Brésil. Et ce n'est qu'un début. Car ce champ est à 6 000 m de profondeur, sous 2 000 m d'eau, 2 000 m de roche et jusqu'à 2 000 m de sel. Cette énorme couche de sel s'étend sur 800 km de long et 200 km de large d'après les services géologiques de la compagnie pétrolière brésilienne Petrobras. D'une exploitation technologiquement compliquée et qui demandera des budgets et un temps importants pour être mise en œuvre, ce champ délivrera en revanche un pétrole de très bonne qualité, bien meilleure que celle des champs actuellement en exploitation dans la région.

Cette annonce est une évidente bonne nouvelle pour **Petrobras**, la compagnie nationale, titre présent dans la Gestion Globale comme dans **Carmignac Emergents** et **Carmignac Commodities**. Au-delà de l'effet d'annonce, nous y voyons une nouvelle d'une importance considérable pour le Brésil. A partir de 2010, le Brésil deviendra un pays exportateur net de pétrole. Son développement pourra alors être en partie financé et donc accéléré par la manne de cette industrie. D'ici là les besoins mondiaux en énergies fossiles se seront encore accrus et le Brésil bénéficiera du transfert de richesse de la part des pays importateurs. Le Brésil pourrait

même à terme être le troisième pays d'Amérique Latine (après le Venezuela et l'Equateur) à rejoindre l'OPEP. Nos portefeuilles accordent une large place au Brésil dans leurs allocations, afin de bénéficier du fort développement domestique d'un pays riche de toutes les ressources naturelles possibles.

De fait, jamais les économies émergentes n'ont été dans une aussi bonne position économique pour affronter un ralentissement américain et peut-être global. Jamais non plus n'a-t-il été aussi important pour le monde entier que les pays neufs puissent prendre le relais de la locomotive américaine. Est-il encore nécessaire de rappeler que la croissance des économies émergentes ne repose plus sur les seules exportations, loin s'en faut? Le Brésil, l'Inde, et de nombreux autres pays sont d'abord et avant tout des économies domestiques où la demande interne constitue le principal moteur de la croissance. Qu'en est-il de la Chine avec un excédent extérieur qui atteindra cette année 380 milliards de dollars contre 250 milliards en 2006, soit 12% du PIB? Il est clair que la corrélation entre la croissance des exportations chinoises et la croissance du PIB américain reste présente. Il n'est en revanche pas avéré que le ralentissement de l'économie américaine aura des répercussions désastreuses sur le développement économique de la Chine. Sans croissance des exportations nettes, la croissance chinoise s'établirait autour de 9%. Avec une hypothèse plus plausible d'une moindre croissance des exportations nettes, celle-ci pourrait s'établir autour de 10% à 10.5%. Il n'est plus à démontrer que la consommation domestique des économies émergentes peut prendre de manière significative le relais d'une moindre consommation américaine, leur résilience reste à établir en cas de récession Outre-Atlantique.

Le rééquilibrage économique mondial est en marche. Il n'est pas un mythe. Il est nécessaire, et les économies émergentes n'ont jamais été en meilleure position pour amortir un ralentissement américain. Les marchés financiers pourtant en doutent encore. Les soutiens monétaires et fiscaux dont bénéficiera l'économie américaine, qui vient d'entrer en année électorale, n'incitent pas à privilégier ce scénario. Notre raisonnement et nos allocations d'actifs privilégient les zones géographiques et les thèmes d'investissement qui nous paraissent dès lors les plus porteurs, tant par leurs perspectives de croissance que par leurs valorisations: les marchés émergents et les matières premières, tout en maintenant un niveau prudent de couvertures sur les points faibles de la conjoncture globale, banques et consommation américaines.

Eric Le Coz

Achevé de rédiger le 2 décembre 2007

Les devises

Le dollar a poursuivi sa baisse face à l'euro au cours du mois, terminant à 1,468 après avoir flirté avec le niveau de 1,50. Les inquiétudes des marchés sur la crise financière et sur la perspective du ralentissement américain se sont en effet traduites par une anticipation forte de baisse des taux directeurs par la Réserve fédérale lors du prochain comité monétaire le 11 décembre. Seul le Yen s'est apprécié face au dollar et à l'euro, sous l'effet du débouclage de positions de « carry-trade », consécutif au regain d'aversion au risque de la part des investisseurs,

ainsi qu'au solde de positions des banques et Fonds spéculatifs en clôture d'exercice.

Dans la gestion globale nous avons maintenu un niveau de couverture de 100% sur la quasi-totalité de la période, le ramenant à 90% en fin de mois. Des niveaux de couverture élevés ont aussi été maintenus dans les Fonds spécialisés. Nous attendons la réaction des marchés à la baisse des taux américains pour éventuellement ajuster le niveau de couverture.

Les taux

La détente des taux d'intérêt américains sur l'ensemble des maturités est le reflet des anticipations d'un ralentissement sévère et prolongé de l'économie américaine sous le double effet d'une crise économique induite par le dégonflement de la bulle immobilière, et d'un « credit-crunch », conséquence de la crise financière dont nous nous sommes déjà fait abondamment l'écho. Ainsi, à l'heure où nous écrivons ces lignes, les taux directeurs de la FED sont encore de 4,5%, alors que les rendements des bons du Trésor américains à 3 mois comme à 3 ans ne sont déjà plus que de 3% ! Le rendement des emprunts d'Etat à 10 ans, qui avait culminé à 5,2% au début de l'été est lui-même retombé à un niveau de 3,94%. Ces niveaux trahissent une inquiétude grandissante sur les perspectives américaine en un laps de temps très court. Pourtant, les données économiques publiées sur la période restent encore contrastées, les indicateurs manufacturiers restant positifs, l'économie continuant de créer des emplois, et d'engendrer des gains de productivité importants. Notons au passage que la baisse des rendements agit comme un soutien à l'économie, permettant aux

entreprises de se refinancer à des taux inférieurs de 1,5% à ce qu'ils étaient il y a six mois encore.

Nous avons bénéficié de cette détente des rendements dans les portefeuilles de **Carmignac Patrimoine** et de **Carmignac Sécurité**, même si la détente des rendements a été sensiblement moins importante en Europe, où l'on anticipe un statu quo de la part de la Banque Centrale Européenne. Nous avons au cours du mois continué de renforcer le secteur du crédit privé où l'aversion au risque a créé des opportunités sur des niveaux de risque que nous estimons raisonnables. Les niveaux atteints très rapidement sur les taux américains n'offrent plus des rémunérations suffisamment attractives pour justifier une prise de risque sur des maturités longues. Dans l'attente de nouvelles statistiques économiques et de la baisse des taux directeurs américains, maintenant quasi certaine le 11 décembre, nous avons choisi de ramener la sensibilité de nos portefeuilles obligataires sur des niveaux relativement faibles.

Les actions

L'ensemble de nos Fonds ou portefeuilles actions ont connu un mois difficile où, malgré la présence de positions de couverture partielle, il ne nous a pas été possible de faire mieux que nos indicateurs de performance. Tous les indices, toutes les régions, tous les thèmes ou secteurs ont souffert d'un regain d'aversion au risque et d'un sentiment de dégradation des perspectives économiques américaines et globales. Un mois où, chacune à leur tour, les banques de tous pays, à l'occasion de la publication de leurs résultats trimestriels, ont du passer par le confessionnal où elles ont été forcées d'avouer une partie de leurs péchés, ce qui s'est traduit par des provisions qui s'approchent rapidement des 100 milliards de dollars. A la suite de quoi, loin d'obtenir l'absolution, nombre de Présidents et Directeurs Généraux ont eu la tête tranchée. Plus grave encore, Fannie Mae et Freddie Mac, les deux agences semi-privées/semi-publiques, ont besoin d'être recapitalisées, alors qu'elles portent dans leurs livres 1 800 milliards de dollars de crédits hypothécaires des ménages américains. La générosité d'Abu Dhabi Investment Authority les aidera-t-elle, comme elle a pu le faire en injectant plus de 7 milliards de dollars dans Citicorp ? Dans ce contexte, nos couvertures sur l'indice bancaire américain nous ont aidés, ce dernier affichant une baisse de 10,3% sur le mois. De même, nos positions de couverture sur le secteur de la distribution se sont avérées payantes, avec un repli de 5,9% de cet indice sur le mois.

Néanmoins, les marchés émergents, comme les matières premières,

les technologies ou les valeurs européennes ont aussi enregistré des replis plus ou moins marqués au cours du mois. Parmi les mouvements importants dans les pays émergents nous avons mis à profit la baisse en cours de période pour entrer en portefeuille quelques grosses capitalisations boursières telles que **Gazprom** en Russie, **China Mobile**, **Petrochina**, **Cnooc** en Chine. Nous avons par ailleurs renforcé **Petrobras** et entré deux nouvelles compagnies aériennes: **Air China** et **LanChile**. A la suite d'un voyage en Inde en début de mois, **Carmignac Investissement** et **Carmignac Patrimoine** ont entré en portefeuille les titres **Housing Development Finance**, **Reliance Capital** et **GMR Infrastructure** en prenant des profits sur **Infosys**. En Corée, une ligne de **Hyundai Steel** a été constituée, dans l'acier, et la position en **Hyundai Engineering and Construction** a été renforcée sur faiblesse du titre en cours de mois.

Les marchés financiers et les investisseurs ont fait preuve de beaucoup de pessimisme au cours de ce mois de novembre. Nous ne cherchons certes pas à nous voiler la face, alors que les nuages obscurcissent les perspectives américaines et européennes. Il nous semble pourtant prématuré de conclure qu'un tel amoncellement se traduise par des ouragans en Amérique Latines ou par des typhons en Asie. Il nous semble, au contraire, sur la base de nos visites en novembre en Inde et en Chine, que le nécessaire rééquilibrage économique mondial tiendra ses promesses, et que les pays émergents, dans leur

Allocation d'actifs

Comme l'ensemble des marchés, la valeur des parts de nos Profils Réactifs a reculé au cours du mois, du moins en termes absolus, sans pour autant perdre de terrain par rapport à leurs indicateurs de performance respectifs. L'aversion au risque, le débouclage de position en vue de clôture d'exercice, le pessimisme quant aux perspectives de l'économie américaine et globale n'ont en effet épargné aucun compartiment ni aucune zone géographique. Bien que moins positives qu'il y a quelques mois, nous ne retenons pas comme les plus probables les perspectives économiques les plus noires pour les trimestres à venir. Il nous semble au contraire que la vigueur de la croissance

des économies émergentes restera soutenue et constituera même le principal moteur de la croissance mondiale.

Dans ce contexte, nous avons continué de privilégier une allocation sur les matières premières, à travers **Carmignac Commodities**. Nos allocations font aussi la part belle aux marchés émergents, que nous avons renforcé en cours de mois avec le Fonds **Carmignac Emergents**, en allégeant le poids de la composante obligataire de **Carmignac Sécurité**, dont le bon comportement au cours du mois nous a conduits à opérer une prise partielle de bénéfices.

Performances des fonds

	Valeur liquidative	2007	1 an	3 ans
CARMIGNAC INVESTISSEMENT A	7 677,10	17,82 %	19,44 %	96,25 %
CARMIGNAC INVESTISSEMENT E	121,86	15,45 %	16,96 %	
<i>MSCI All Countries World Free (Eur)</i>	276,46	-0,91 %	1,28 %	34,16 %
CARMIGNAC EURO-INVESTISSEMENT	359,39	-0,62 %	4,19 %	58,36 %
<i>DJ Euro Stoxx</i>	417,26	5,47 %	9,81 %	60,36 %
CARMIGNAC GRANDE EUROPE A	163,76	5,39 %	10,82 %	71,14 %
CARMIGNAC GRANDE EUROPE E	97,51			
<i>DJ Stoxx 600</i>	370,36	1,40 %	5,28 %	50,24 %
CARMIGNAC EURO-ENTREPRENEURS	201,16	0,50 %	8,19 %	70,20 %
<i>DJ Stoxx 200 Small</i>	208,65	-3,30 %	2,56 %	66,95 %
CARMIGNAC EMERGENTS	753,95	22,91 %	27,50 %	146,42 %
<i>MSCI Emerging Markets Free (Eur)</i>	841,39	21,53 %	26,97 %	116,14 %
CARMIGNAC INNOVATION	321,80	2,95 %	5,67 %	41,65 %
<i>Indice Carmignac Innovation (Eur)</i>	46,16	-1,34 %	-1,32 %	19,94 %
CARMIGNAC INFOTECH	27,26	0,66 %	1,23 %	25,68 %
<i>MSCI World Information Technology (Eur)</i>	77,64	2,31 %	2,74 %	20,12 %
CARMIGNAC COMMODITIES	357,31	27,81 %	28,89 %	140,86 %
<i>Indice Carmignac Commodities (Eur)</i>	305,14	24,17 %	26,00 %	101,65 %
CARMIGNAC PATRIMOINE A	4 150,42	8,21 %	8,92 %	37,99 %
CARMIGNAC PATRIMOINE E	109,38	6,73 %	7,39 %	
<i>50% MSCI AC World Free (Eur) + 50% Citigroup WGBI (Eur)</i>	259,49	-0,37 %	0,14 %	17,25 %
CARMIGNAC INVESTISSEMENT LATITUDE	178,12	13,55 %	14,97 %	
<i>MSCI All Countries World Free (Eur)</i>	276,46	-0,91 %	1,28 %	
CARMIGNAC EURO-PATRIMOINE	281,91	-2,42 %	0,76 %	25,96 %
<i>50% DJ Euro Stoxx 50 + 50% Eonia Capitalisé</i>	111,69	5,17 %	7,14 %	29,86 %
CARMIGNAC PROFIL REACTIF 100	184,28	8,37 %	11,08 %	53,53 %
<i>MSCI All Countries World Free (Eur)</i>	276,46	-0,91 %	1,28 %	34,16 %
CARMIGNAC PROFIL REACTIF 75	190,51	6,80 %	8,79 %	41,31 %
<i>75% MSCI AC World Free (Eur) + 25% Citigroup WGBI (Eur)</i>	108,19	-0,64 %	0,73 %	25,56 %
CARMIGNAC PROFIL REACTIF 50	151,93	4,40 %	5,78 %	28,75 %
<i>50% MSCI AC World Free (Eur) + 50% Citigroup WGBI (Eur)</i>	91,76	-0,37 %	0,14 %	17,25 %
CARMIGNAC SECURITE	1 311,53	2,89 %	2,76 %	6,93 %
CARMIGNAC COURT TERME	3 499,26	3,31 %	3,57 %	7,68 %

Source Europerformance au 30/11/07, les performances passées ne préjugent pas des performances futures et ne sont pas constantes dans le temps.



DÉCOUVREURS DE CROISSANCE

24, place Vendôme 75001 Paris – Tél : 01 42 86 53 35 – Fax : 01 42 86 52 10
Société anonyme. Société de Gestion de Portefeuille (agrément n° GP 97-08 du 13/03/1997),
au capital de 15 000 000 euros, RCS Paris B 349 501 676.
www.carmignac.fr