

## Perspectives économiques et stratégie d'investissement pour le quatrième trimestre 2010

### I - Perspectives économiques

#### ► La Fed affiche une ferme volonté de lutter contre le danger déflationniste

Les Etats-Unis font face à un taux de chômage durablement proche de 10% (seulement brièvement atteint, dans l'ère moderne, lors de la récession de 1980-82), qui ne permet pas une consommation suffisante. Dans le même temps, le moral des patrons de PME, traditionnellement les plus gros pourvoyeurs d'emplois, n'a pas réussi à se redresser depuis la crise de 2008. Quant à la faiblesse résultante des revenus des ménages, elle entretient le marasme de l'immobilier d'habitation dont le financement dépend pourtant à hauteur de 95% du gouvernement. Dans cette ambiance déflationniste exacerbée par la réduction de l'effet de levier, l'inflation sous-jacente s'installe sous le niveau de 1%. Or le mandat de la Réserve Fédérale américaine vise à maintenir le niveau des prix sur des degrés compatibles avec une croissance soutenable. Dans ce contexte, la Fed semble décidée à lancer un second programme, attendu très dynamique, de politique monétaire non conventionnelle visant à acheter dans le marché des titres de créances publiques et hypothécaires. L'objectif de cette création de dollar ex-nihilo est de faire baisser le cours du billet vert, relancer l'inflation sur les biens importés, favoriser les exportations, tout en stimulant la revalorisation de l'ensemble des actifs, l'effet richesse induit devant encourager les ménages américains à consommer davantage.

#### ► La baisse du dollar impose une « guerre des changes » au reste du monde

Dans le sillage des Etats-Unis, l'arme des taux de change est aussi de nouveau utilisée au Japon, appuyée par le retour d'une politique de taux zéro et des mesures visant à monétiser jusqu'à la dette privée. Cette alliance implicite nippo-américaine est partiellement orientée contre la Chine, dont la réévaluation de la devise, jugée trop lente, marque le début d'une nouvelle « guerre mondiale des changes » dans laquelle sont déjà entrés la Corée, le Brésil et l'Australie, inquiets des effets de la hausse de leur monnaie sous l'impulsion des liquidités considérables déversées par les investisseurs américains et japonais. Face à la baisse du billet vert, le reste du monde a donc le choix soit d'accepter l'appréciation de son taux de change – le choix européen –, soit d'accroître à son tour les moyens de paiement en circulation et de stimuler ainsi, nolens volens, son activité et les tensions inflationnistes domestiques.

#### ► Les monnaies émergentes dans leur ensemble seront tirées à la hausse

Destiné à combattre le risque de surchauffe auquel étaient confrontées leurs économies, le resserrement monétaire en Chine, en Inde et au Brésil a atteint pour l'essentiel son objectif, tant les prix se sont assagis chez ces trois locomotives des pays neufs. Souhaiteraient-elles poursuivre une politique monétaire restrictive, les Banques centrales des pays émergents seraient bien à la peine devant la baisse du dollar. Dans cette perspective, les monnaies émergentes seront tirées à la hausse, l'accroissement des capitaux en quête de rendement confortant leur attractivité. C'est là un facteur positif majeur de nature à inciter les pays neufs à renforcer leur consommation intérieure et à faciliter le rééquilibrage économique global.

► Tant que la compétitivité de l'Allemagne ne sera pas remise en cause, les pressions haussières sur l'euro sont susceptibles de perdurer

Dans le contexte actuel, les pressions à la hausse sur l'euro sont susceptibles de perdurer, du moins tant que la compétitivité de l'Allemagne ne sera pas remise en cause et à moins d'un très improbable revirement de la part de la Réserve Fédérale ou d'un changement radical de politique de la Banque centrale européenne. Si notre anticipation d'une continuation de la dégradation du crédit des Etats les plus fragiles de la zone euro s'est avérée exacte, celle-ci a été totalement éclipsée par la publication de bulletins de santé de l'économie allemande faisant état d'une accélération de sa croissance (3,5% attendus au troisième trimestre et un emploi au plus haut depuis 20 ans) et par la confirmation de l'imminence d'une injection monétaire (« quantitative easing ») importante tant aux Etats-Unis qu'au Japon. Les tensions déflationnistes en Europe s'en trouvent reléguées au second plan, dans un contexte où la perspective d'un accroissement sensible de la liquidité globale rend les investisseurs moins exigeants en matière de qualité de crédit et facilite l'accès des pays périphériques au marché pour le refinancement de leurs dettes.

► La zone euro reste dans une situation délicate

Pour autant, du fait du déphasage du cycle économique entre les différents pays qui la composent, la zone euro demeure écartelée entre une Allemagne qui profite à plein de la reprise du commerce mondial et des pays du sud qui auraient besoin d'un soutien monétaire « à l'américaine ». Dans ce contexte, la Banque centrale européenne semble avoir choisi son camp : celui de l'Allemagne et de la vertu budgétaire et monétaire. En cela, la BCE respecte scrupuleusement son mandat, exclusivement axé sur la lutte contre l'inflation. Cette situation pourrait intensifier les pressions déflationnistes dans la zone et rendre plus difficile encore la situation des pays exportateurs les moins aptes à compenser par des gains de productivité le renchérissement de l'euro. La France, l'Italie et l'Espagne, jusqu'ici relativement épargnées par les marchés, pourraient basculer dans le groupe des pays à haut risque, où la mise en place de politiques de rigueur courageuses peine à résorber les déficits publics : rigueur et pressions déflationnistes ne font pas bon ménage. Ainsi, le Portugal et l'Irlande risquent d'être poussés à faire appel au FMI comme l'a déjà fait la Grèce.

► Le différentiel de croissance entre les Etats-Unis, l'Europe et les pays émergents se trouve conforté

Face à cette « guerre des changes », l'essentiel est pour nous que la démangeaison monétariste américaine ne remet pas notre stratégie en cause, bien au contraire. Elle consolide les différentiels de croissance entre nos trois principaux univers d'investissement : l'activité européenne, un moment portée par l'éclatante santé allemande, fléchira sous le poids d'un taux de change pénalisant ; l'activité américaine, anémiée par le fardeau d'une réduction de l'effet de levier, repartira ; tandis que l'univers émergent, qui n'avait pas besoin d'être stimulé, verra son activité n'être contrainte que par les limites de ses capacités disponibles.

## II - Stratégie d'investissement

### I – Actions internationales

#### ► Nos actifs en dollars sont intégralement couverts

A partir du moment où les marchés deviennent de plus en plus dépendants d'initiatives d'ordre politique, pas toujours aisément prévisibles et dont les modalités de mise en place suscitent des incertitudes additionnelles, une stratégie d'investissement longue, telle que la nôtre, se doit impérativement d'intégrer des considérations d'ordre tactique. Ainsi, tant que l'économie américaine ne manifestera pas des signes tangibles de reprise, la continuation de la politique de « quantitative easing » sera requise et nous nous devons de protéger les actifs du Fonds contre une poursuite de la dépréciation du dollar. Aussi, au sein de Carmignac Investissement, les actifs en dollars et monnaies satellites sont-ils intégralement couverts. Parallèlement, l'éloignement des craintes d'un ralentissement de l'activité globale nous conduit à adopter une politique d'investissement plus dynamique.

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

Dans un contexte plus que jamais porteur pour la consommation domestique des pays neufs, le thème de l'élévation du niveau de vie dans les pays émergents a été renforcé au cours du trimestre écoulé, passant de 30% à 35,1% des encours de Carmignac Investissement. La Chine ayant moins profité que d'autres pays neufs des afflux massifs de capitaux depuis le début de l'année, nous avons augmenté de 4% notre exposition par le renforcement de lignes existantes, la constitution d'une position dans la banque ICBC et l'achat de futures à hauteur de 4% des encours de Carmignac Investissement. Nous avons également tenu à participer à l'amélioration des perspectives de la Turquie en initiant une ligne sur la banque Turkiye Garanti Bankasi.

#### ► Nous avons augmenté nos positions sur les ressources naturelles

Le secteur des mines et matériaux a été porté de 6,6% à 9,7% des encours de Carmignac Investissement. Ce thème qui nous permet également d'indexer le portefeuille à la demande émergente, offre aussi une couverture contre le risque d'inflation. Ce poste a fait l'objet de compléments de positions sur Antofagasta, Freeport, Xstrata et Hudbay Minerals. Le secteur énergétique, après la débâcle de BP dans le Golfe du Mexique, a été légèrement majoré de 11,6% à 14% du portefeuille. La baisse de titres comme Anadarko Petroleum ou Transocean, deux sociétés directement concernées par la catastrophe, a été mise à profit par des achats complémentaires. Les dernières nouvelles en provenance de la Chine et de l'Agence Internationale de l'Energie qui indiquent un regain de la demande est de bon augure pour l'ensemble du secteur, auxquelles s'ajoute le potentiel de rattrapage que nous attendons pour les acteurs présents dans le Golfe.

#### ► L'exposition au secteur aurifère a été maintenue

Avec 13,6% des actifs de Carmignac Investissement, les mines d'or ont vu leur pondération légèrement réduite. La position Newmont a été renforcée au détriment de Kinross avant l'annonce de l'acquisition de Red Back Mining, qui était l'une de nos principales lignes sur le secteur. L'accélération de la baisse du dollar à l'annonce d'une nouvelle étape de politique monétaire non conventionnelle est particulièrement favorable au métal jaune, qui joue de plus en plus un rôle de refuge ultime contre le risque de dévaluation des monnaies et des signatures d'Etat.

## II – Moteurs de performance obligataires

### ► Nous avons maintenu notre allocation en emprunts privés

L'allocation en emprunts privés de Carmignac Patrimoine a légèrement été renforcée de 33% à 35%. Les primes de risque sont globalement restées stables, point satisfaisant au regard de l'évolution des risques souverains. En route vers 2011, les entreprises affichent des profits inespérés, des bilans assainis mais demeurent dans un environnement incertain et peu propice à la croissance organique qui pourraient les conduire à mener des politiques financières destinées à favoriser davantage leurs actionnaires (rachat d'actions, dividendes exceptionnels). Pour les prochains mois, nous céderons les titres des émetteurs concernés de manière significative par ces risques spécifiques - très peu de candidats à ce stade - afin de rester concentrés sur les segments susceptibles de bénéficier au mieux de la politique accommodante de la Fed : les emprunts privés des pays émergents (près de 23 % de notre pondération en emprunts privés), ceux des secteurs des matières premières et les obligations haut rendement.

### ► Le poste emprunts d'Etat a légèrement progressé

L'allocation en emprunts d'Etat de Carmignac Patrimoine a été portée à 8,6% des actifs. Au cours du trimestre écoulé, l'environnement est resté favorable à nos choix d'investissement concentrés sur les obligations à 10 ans américaines et allemandes, au détriment des emprunts d'Etat européens périphériques. Pour les mois à venir, l'évolution des taux reste suspendue au prochain comité de politique monétaire de la Réserve Fédérale début novembre, où celle-ci devrait selon toute vraisemblance annoncer son programme de « quantitative easing ». En Europe, la Banque centrale européenne a choisi de mener une politique opposée, puisque les mesures non-conventionnelles mises en place durant la crise sont progressivement débouclées. Dans ce contexte, nous anticipons le maintien de la surperformance des obligations américaines et conservons une allocation tactique dans ce sens. Nous demeurons cependant plus que vigilants à l'égard du risque d'une correction.

### ► Les emprunts d'Etat émergents représentent 8,25% des actifs de Carmignac Patrimoine

Le poste emprunts d'Etat émergents de Carmignac Patrimoine représente 8,25%, dont 7% sont investis en devises locales. Les dettes locales bénéficient en effet à double titre du changement de politique de la Fed : la baisse du dollar se fait en contrepartie de l'appréciation des devises émergentes et cette appréciation diffère, voire annule, les anticipations de hausse des taux. Cet aspect a été exacerbé par le flux de souscriptions record dont a bénéficié la classe d'actifs en 2010, 40 milliards de dollars, soit le quadruple de 2009.

*Achévé de rédiger le 20 octobre 2010*