



## Ni irrationnels ni exubérants

Depuis la mise en faillite de Lehman Brothers le 15 septembre dernier, l'indice mondial des actions est encore en recul de 20 % à fin mai, alors que sur la même période **Carmignac Investissement** et **Carmignac Patrimoine** progressent de 20 % et 11 % respectivement. Après un début d'année particulièrement difficile, les marchés boursiers ont repris le chemin de la hausse depuis le 9 mars. Les Fonds que nous gérons en ont profité, la plupart partiellement, certains pleinement. Ainsi, l'indice mondial enregistre depuis cette date une progression de 27,7 %. Sur la même période, **Carmignac Investissement** et **Carmignac Patrimoine** voient la valeur de leurs parts s'apprécier de 27,6 % et 8,9 % respectivement. Voilà certes de quoi nous réjouir. Ne boudons pas ce moment. Cependant, pour spectaculaire que soit la reprise de la plupart des marchés boursiers, celle-ci ne nous semble ni irrationnelle ni exubérante.

Début janvier il nous semblait que la très brutale chute d'activité survenue en fin d'année devrait inéluctablement conduire à une période de restockage global, atténuant ainsi les effets de la crise économique étranglant les économies développées. Nous estimions aussi que les mesures prises par les gouvernements et banques centrales des plus importantes économies émergentes pour relancer leur croissance économique enregistreraient des résultats à relativement court terme. Dans le même temps, la paralysie du système bancaire mondial et la détérioration de l'économie réelle nous avaient conduits à observer la plus grande prudence. Début mars, les prémices d'une amélioration faisaient leur timide apparition alors que l'aversion au risque et la capitulation boursière atteignaient un paroxysme. Après ces trois derniers mois de reprise, où en sommes-nous et que pouvons-nous attendre de la période estivale à venir ?

Du côté des États-Unis, l'amélioration de la situation reste contrastée. Elle n'en est pas moins réelle. La stabilisation du marché immobilier tarde à se matérialiser mais la hausse du chômage ralentit et les commandes à l'industrie se reprennent. Ainsi la composante « Nouvelles Commandes » de l'indice des Directeurs d'Achat a-t-elle franchi la barre fatidique de 50, indiquant une expansion et non seulement une moindre contraction, comme les mois précédents. La confiance des consommateurs est aussi en nette hausse, sans doute en partie sous l'effet réflexif de la reprise boursière, mais qu'importe. Dans toute crise économique le psychologique a son rôle à jouer. Le système bancaire américain se remet rapidement sur pied. Les 19 banques qui ont été soumises aux « stress tests » ont aujourd'hui levé l'intégralité des capitaux dont le résultat de ces tests avait fait apparaître la nécessité. Et parfois plus. Elles pressent aujourd'hui le gouvernement pour repayer les fonds qui leur avaient été octroyés dans le cadre onéreux et contraignant du programme TARP. Dans le même temps, et en dépit d'un

appétit moindre à l'emprunt de la part des ménages, elles recommencent à prêter avec des marges confortables. Nous avons conservé au cours de ce mois une indexation de nos portefeuilles globaux aux banques américaines, qui progressent encore de plus de 15 % pour la période.

Du côté de l'Europe peu de choses à dire malheureusement. L'activisme monétaire et fiscal américain n'a pas fait école, M<sup>me</sup> Merkel rappelant même à l'ordre l'ensemble des banques centrales en critiquant ouvertement les mesures non conventionnelles prises et leur manque d'indépendance vis-à-vis de leur gouvernement respectif. M. Trichet ne baisse plus les taux, tout en avançant des révisions particulièrement sombres de prévision de croissance pour la zone Euro en 2009 et 2010. Souhaitons que la phase de restockage global atteigne nos rivages et que le retour de la croissance vigoureuse dans les économies émergentes nous tire un peu de notre léthargie et de notre attentisme.

En effet, les grandes économies émergentes de la planète vont mieux, j'ai presque envie de dire qu'elles vont bien. Certes, ce n'est pas de la croissance à 10 % ou 13 %, mais tant en Chine qu'en Inde ou au Brésil, la croissance se confirme. La progression de plus de 9 % de l'indice des actions des marchés émergents sur le mois, alors que l'indice mondial ne progresse que de 2,5 % ne traduit-elle pas simplement cette surperformance économique par rapport aux économies développées ? En Chine, l'indice composite des Directeurs d'Achat est pour le troisième mois consécutif ressorti au-dessus de 50, confirmant le retour de la croissance. Croissance des crédits, progression des chiffres de vente dans l'immobilier résidentiel, dans la construction, dans les ventes de voitures, d'électronique domestique. Le moral des ménages semble revenu. Les importations de pétrole et de produits pétroliers battent tous les mois des records, les stocks mondiaux de cuivre sont en net recul, les taux de fret maritime reprennent leur ascension. /..

Ce sont autant d'indications que le plan de relance mis en œuvre par le gouvernement de M. Wen est efficace et commence à produire des résultats très encourageants.

L'Inde a quant à elle connu un événement remarquable au cours de ce mois. C'est en effet par une victoire éclatante aux élections législatives que le parti au pouvoir a renforcé sa légitimité et sa capacité de faire avancer le pays. N'est ce pas un paradoxe de voir qu'à l'heure où l'État n'a jamais été aussi présent dans nos pays développés, où tout un chacun demande plus de réglementation et de surveillance, 420 millions d'électeurs indiens viennent de demander plus de réformes libérales, plus de déréglementation, moins d'État? C'est une bonne nouvelle pour la croissance et le développement structurel de l'économie indienne. Saluée par les investisseurs, cette victoire a propulsé l'indice des valeurs indiennes de Mumbai qui enregistre une hausse de près de 29% en euros sur le mois. Sur-pondérée dans **Carmignac Emergents**, l'Inde représente désormais un poids significatif dans notre gestion globale avec 10% des encours en actions de **Carmignac Investissement** et de **Carmignac Patrimoine**.

Le Brésil enfin, qui donne lui aussi des signes de vitalité de son économie dont les ressorts sont essentiellement domestiques. Avec des taux réels qui restent parmi les plus élevés au monde, le Brésil dispose encore d'une marge de soutien monétaire supplémentaire. Dans le même temps, la reprise du marché immobilier se confirme, comme celle de la production industrielle. Du côté de la consommation, les ventes de véhicules ont atteint un record historique au cours du mois de mai. Les exportations se reprennent elles aussi, grâce notamment à la demande de ressources naturelles en provenance de Chine.

Si ces lignes donnent l'impression que tout se déroule comme prévu dans un scénario de stabilisation de l'économie globale sous le double effet de la nécessité d'une reconstitution des stocks et de la reprise de la croissance domestique émergente, on peut néanmoins légitimement se poser la question de la pérennité et de la durabilité de cette reprise. N'est-elle que temporaire? Les marchés n'ont-ils pas déjà largement intégré ce rebond économique? Quelle est la marge d'erreur?

Les marchés boursiers ont en effet retrouvé à la fois des niveaux techniques importants et des niveaux de valorisation pour lesquels la marge d'erreur sur les résultats trimestriels s'amoindrit. D'un autre côté, l'encours sur les fonds de trésorerie en pourcentage de la capitalisation boursière est sur des niveaux historiques records, et la baisse de l'aversion au risque et la conviction grandissante que le pire de la récession est derrière nous pourraient conduire à un redéploiement de ces liquidités vers les marchés actions. Sur ce dernier point cependant, on peut faire l'hypothèse que les gérants ont en partie compensé leur faible exposition aux actions par un choix de thèmes et de secteurs particulièrement porteurs, dont les marchés émergents et les matières premières. Ce recul de l'aversion au risque a sans doute contribué au fait marquant de ce mois, la hausse des rendements des emprunts d'État, élément qui nous incite à une grande vigilance.

D'une certaine façon, la hausse des rendements des bons du Trésor américains à 3,5% a quelque chose de rassurant. En effet, à 2% en fin d'année, avec des anticipations d'inflation à long terme nulles, les craintes déflationnistes étaient à leur maximum et le refuge vers la « qualité » battait son plein. On a donc affaire à une normalisation qui tient compte des effets attendus des mesures qui ont été prises par le gouvernement de M. Obama et par la Réserve Fédérale. Mais nous ne pouvons négliger l'hypothèse que cette hausse ne soit aussi un avertissement donné par les investisseurs.

D'une part la reconstitution des primes d'inflation autour de 2% nous indique que le marché commence à attribuer une certaine crédibilité au caractère inéluctablement reflationniste de la reprise économique à venir. Sur ce point, il nous semble encore prématuré de s'inquiéter d'éventuelles pressions inflationnistes alors que la réduction de l'effet de levier excessif ne vient que de commencer, alors que la consommation finale reste atone et que le chômage continue de monter. Cette possibilité justifie néanmoins pleinement la présence d'une composante aurifère dans les portefeuilles actions de **Carmignac Patrimoine** et de **Carmignac Investissement**. Sur le mois, l'indice des sociétés aurifères progresse de près de 25% contre dix fois moins pour l'indice mondial. D'autre part, les investisseurs, en exigeant des rémunérations plus élevées nous indiquent aussi les limites des politiques de relance keynésiennes dans les pays développés. Sur ce point M<sup>me</sup> Merkel a sans doute raison. Il ne suffit pas de prendre des mesures d'urgence d'une ampleur jamais égalée. Il faut aussi que les gouvernants prennent des engagements quant au retour à une plus grande discipline fiscale, une orthodoxie budgétaire qui permettra de maîtriser la dette publique. Par mesure de précaution, nous avons réduit la sensibilité de nos portefeuilles obligataires de **Carmignac Patrimoine**, **Carmignac Sécurité** et **Carmignac Global Bond**.

Enfin, il faut admettre que si les rendements offerts par les bons du Trésor sont encore sur des niveaux historiquement bas, une dégradation supplémentaire pourrait à terme remettre en cause le rétablissement rapide d'une économie américaine encore fragile. La titrisation hypothécaire est aujourd'hui pratiquement limitée aux agences gouvernementales Fannie Mae et Freddie Mac, dont le refinancement est assuré par la FED. Néanmoins, le mois de mai a été le théâtre d'une légère remontée des taux fixes des crédits immobiliers. Outre le risque d'un assèchement des refinancements bon marché, on risque donc, si le mouvement devait se poursuivre, de retarder encore la stabilisation du marché immobilier résidentiel, condition absolument nécessaire à la reprise de l'économie.

Ainsi le printemps qui s'achève aura marqué un rebond sensible des marchés, saluant la phase de restockage global, les premiers effets d'une relance keynésienne massive par les États-Unis, et la confirmation d'un retour de la croissance domestique des principales économies émergentes. Ce contexte ne rend vos gérants ni irrationnels ni exubérants. Pleinement conscients que la nouvelle donne économique qui se dessine est encore fragile et susceptible de phases de recul, nous veillons à tenir compte au plus près des nouveaux développements économiques et de marché, en répartissant les risques des portefeuilles selon plusieurs vecteurs qui nous permettront, espérons le tous, de passer un été plus serein que le précédent.

Eric Le Coz

Achévé de rédiger le 6 juin 2009

## Les devises

Les devises ont eu un comportement empreint de volatilité au cours du mois. Finalement, en franchissant des niveaux techniques importants, le dollar s'est nettement affaibli sur la période. Cette faiblesse est intervenue alors que les agences de notation dégradaient la dette britannique, faisant planer la menace qu'une telle mesure frappe un jour la dette d'État américaine. Le fléchissement du Dollar et du Yen sur la période traduisent aussi un regain d'appétit pour le risque, renforçant l'attrait des emprunts dans les monnaies aux plus faibles taux d'intérêt pour aller investir sur les thèmes et pays les plus porteurs.

## Les taux

101 milliards de dollars d'émission obligataire par le Trésor américain au cours du mois. 800 milliards déjà émis depuis le début de l'année, pour des prévisions totales de 2000 milliards pour l'ensemble de l'année, contre un total de 922 milliards pour l'année 2008. Voilà bien ce qui justifie en partie la dégradation observée sur les emprunts d'État au cours du mois de mai. Voilà aussi ce qui justifie que nous ayons réduit la sensibilité de nos portefeuilles obligataires. Pour **Carmignac Patrimoine**, nous avons réduit à 1,3 la sensibilité liée aux emprunts d'État, concentrée essentiellement sur du 2 ans français et allemand. Pour la partie crédits privés, la sensibilité est de l'ordre de 1, laissant ce portefeuille reposer uniquement sur la détente des primes de crédit, qui s'est poursuivie au cours du mois comme en témoigne

## Les actions

Après un début de mois dans la poursuite du mois d'avril, les marchés actions des pays développés ont oscillé dans une bande étroite le reste du mois. Ils ont attendu le 1<sup>er</sup> juin pour de concert franchir le niveau technique important de la moyenne des 200 dernières bourses. Les Fonds de gestion globale ont bénéficié de leur approche thématique ciblée, avec des performances remarquables des marchés émergents, des matières premières et du compartiment aurifère. Par ailleurs notre position sur les banques américaines a largement contribué à la performance avec une hausse de 15% sur le mois. Celle-ci résulte évidemment des résultats des stress-tests conduits sur les 19 principales institutions financières et de la facilité apparente avec laquelle ces maisons ont pu lever les capitaux nécessaires à la restauration de ratios de solvabilité confortables.

Dans la gestion émergente, nous avons continué de renforcer l'Inde (**Bharat Heavy** dans l'industrie, **Caim India** dans l'énergie), et les ressources naturelles (**Banpu** dans le charbon en Thaïlande).

## Les matières premières

**Carmignac Commodities** affiche une solide performance sur le mois en bondissant de 15,4% contre un gain de 9,9% pour son indicateur. Cette performance tient évidemment au gain de 25% des mines aurifères sur le mois. Le regain non de l'inflation mais des anticipations inflationnistes et le fléchissement du dollar en fin de période ont contribué au bon comportement de ce secteur, largement représenté dans l'ensemble de notre gestion.

Le secteur de l'énergie a lui aussi largement contribué à la performance du secteur, avec une hausse importante des cours du baril. Le pétrole léger américain enregistre ainsi une hausse de près de 30% sur le mois écoulé. Dans son sillage, les actions du secteur des services pétroliers ont

**Carmignac Global Bond** a souffert de la dépréciation du Yen, large composante de son indice obligataire, tout en atténuant cet impact par des positions sur des devises de pays émergents et de pays producteurs de matières premières, comme le dollar australien par exemple. Les semaines qui viennent devraient nous permettre d'y voir plus clair sur le dollar, le renchérissement des taux américains constituant un soutien naturel qui devra être confirmé.

la remarquable performance de 1,13% de **Carmignac Sécurité** sur la période. Quant à la composante obligations indexées sur l'inflation américaine, qui représente près de 10% des actifs de **Carmignac Patrimoine**, nous l'avons protégée avec une position vendeur d'un montant équivalent sur les obligations nominales.

Ainsi notre prudence sur le comportement des marchés obligataires s'avère payante. Seule une détérioration rapide des fondamentaux économiques et un regain d'aversion au risque pourrait entraîner une nette amélioration sur les obligations d'État. Dans le cas contraire nous continuerons de bénéficier des rendements offerts par les crédits privés de qualité en limitant notre exposition au risque de taux associée.

Comme nous le soulignons dans l'éditorial, le parcours des actions pendant ces mois de printemps montre une anticipation de sortie de crise, d'une fin de la récession américaine peut-être pas si éloignée que cela. Cette reprise s'était en partie faite dans l'incrédulité de la part des marchés de taux et de devises. Ceci est en train de changer. Ainsi, si une normalisation des taux sur des niveaux légèrement plus élevés entraîne une pause pour les grands indices, ils ne sont pas encore suffisamment élevés pour pénaliser les valorisations ou pour remettre en cause la reprise économique. Dans ce contexte, et bien qu'on ne puisse exclure une pause à court terme, il ne nous semble pas que les actions soient particulièrement risquées sur ces niveaux et nous conservons des expositions nettes inchangées sur nos portefeuilles.

partiellement bénéficié de cette hausse, enregistrant un gain de 17% sur le mois. Le meilleur respect des quotas de production de l'OPEP, les records d'importations chinoises, l'anticipation d'un redressement de l'activité globale ont entraîné ce redressement. La position sur le titre **Petrobras** a été renforcée, et le titre norvégien **Seadrill** a été repris en portefeuille. Le contexte de liquidités abondantes est favorable à la croissance domestique des économies émergentes, qui à son tour soutient la croissance de la demande de ressources naturelles. Ni les valorisations des sociétés ni les cours des matières sous-jacentes ne nous semblent avoir atteint des niveaux déraisonnables encore. Avec une optique de moyen terme nous restons en conséquence très à l'aise avec ce thème structurel.

## Allocation d'actifs

Les trois Fonds de Fonds **Carmignac Profils Réactifs** ont pleinement bénéficié de la surperformance très nette de la quasi-totalité de notre gamme de Fonds sur le mois. Ils ont ainsi pu creuser les écarts avec leurs indicateurs de performance, amenant ceux-ci à 9%, 8% et 7% pour les Profils 100, 75 et 50 respectivement.

On peut en particulier saluer le mérite de ce mandat d'allocation d'actifs qu'a pleinement su exploiter le gérant en exposant les Profils aux petites et moyennes valeurs avec des pondérations importantes

sur **Carmignac Euro-entrepreneurs** et **Carmignac Emerging Discovery**, deux Fonds qui affichent des performances de 8,2% et 13,9% respectivement sur le mois.

La tentation d'un allègement des positions actions est évidemment plus marquée après ce parcours, mais elle ne doit pas intervenir trop tôt, alors que les nouvelles économiques confirment une amélioration de la situation globale, même si la récession n'est pas encore derrière nous dans les économies développées.

## Performances des fonds

	Valeur liquidative	2009	1 an	3 ans	5 ans
<b>CARMIGNAC INVESTISSEMENT A</b>	<b>6960,97</b>	<b>27,67 %</b>	<b>-8,68 %</b>	<b>15,01 %</b>	<b>92,65 %</b>
<b>CARMIGNAC INVESTISSEMENT E</b>	<b>108,90</b>	<b>26,92 %</b>	<b>-9,62 %</b>		
<i>MSCI All Countries World Free (Eur)</i>	174,28	6,41 %	-30,15 %	-31,27 %	-15,64 %
<b>CARMIGNAC EURO-INVESTISSEMENT</b>	<b>226,39</b>	<b>8,54 %</b>	<b>-34,13 %</b>	<b>-28,29 %</b>	<b>12,32 %</b>
<i>DJ Euro Stoxx</i>	227,48	2,15 %	-37,62 %	-33,39 %	-7,66 %
<b>CARMIGNAC GRANDE EUROPE A</b>	<b>105,29</b>	<b>10,70 %</b>	<b>-33,52 %</b>	<b>-21,16 %</b>	<b>25,49 %</b>
<b>CARMIGNAC GRANDE EUROPE E</b>	<b>62,03</b>	<b>10,51 %</b>	<b>-34,05 %</b>		
<i>DJ Stoxx 600</i>	208,21	4,97 %	-35,36 %	-34,70 %	-12,28 %
<b>CARMIGNAC EURO-ENTREPRENEURS</b>	<b>133,27</b>	<b>19,15 %</b>	<b>-35,10 %</b>	<b>-23,50 %</b>	<b>25,34 %</b>
<i>DJ Stoxx 200 Small</i>	119,91	19,11 %	-34,52 %	-32,53 %	1,58 %
<b>CARMIGNAC EMERGENTS</b>	<b>464,87</b>	<b>39,85 %</b>	<b>-27,65 %</b>	<b>-12,28 %</b>	<b>80,39 %</b>
<i>MSCI Emerging Markets Free (Eur)</i>	546,20	33,90 %	-29,85 %	-6,58 %	54,66 %
<b>CARMIGNAC EMERGING DISCOVERY</b>	<b>702,46</b>	<b>53,98 %</b>	<b>-30,24 %</b>		
<i>Indice Carmignac Emerging Discovery (Eur)</i>	144,77	44,72 %	-24,48 %		
<b>CARMIGNAC INNOVATION</b>	<b>180,47</b>	<b>2,88 %</b>	<b>-36,75 %</b>	<b>-39,68 %</b>	<b>-22,31 %</b>
<i>Indice Carmignac Innovation (Eur)</i>	33,31	4,84 %	-19,04 %	-24,52 %	-21,05 %
<b>CARMIGNAC COMMODITIES</b>	<b>229,42</b>	<b>36,01 %</b>	<b>-41,97 %</b>	<b>-12,70 %</b>	<b>84,85 %</b>
<i>Indice Carmignac Commodities (Eur)</i>	206,56	21,78 %	-35,03 %	-10,08 %	56,19 %
<b>CARMIGNAC PATRIMOINE A</b>	<b>4696,06</b>	<b>12,16 %</b>	<b>12,56 %</b>	<b>26,20 %</b>	<b>62,97 %</b>
<b>CARMIGNAC PATRIMOINE E</b>	<b>122,08</b>	<b>11,61 %</b>	<b>11,68 %</b>		
<i>50% MSCI AC World Free (Eur) + 50% Citigroup WGBI (Eur)</i>	101,51	1,51 %	-5,37 %	-6,86 %	5,18 %
<b>CARMIGNAC EURO-PATRIMOINE</b>	<b>245,79</b>	<b>3,19 %</b>	<b>-9,99 %</b>	<b>-7,37 %</b>	<b>20,22 %</b>
<i>50% DJ Euro Stoxx 50 + 50% Eonia Capitalisé</i>	99,67	0,31 %	-14,63 %	-9,22 %	7,15 %
<b>CARMIGNAC INVESTISSEMENT LATITUDE</b>	<b>185,98</b>	<b>23,20 %</b>	<b>0,42 %</b>	<b>24,83 %</b>	
<i>MSCI All Countries World Free (Eur)</i>	174,28	6,41 %	-30,15 %	-31,27 %	
<b>CARMIGNAC MARKET NEUTRAL</b>	<b>1029,75</b>	<b>-0,18 %</b>	<b>-3,08 %</b>		
<i>Eonia Capitalisé</i>	138,37	0,48 %	2,75 %		
<b>CARMIGNAC PROFIL REACTIF 100</b>	<b>130,75</b>	<b>15,38 %</b>	<b>-26,31 %</b>	<b>-17,54 %</b>	<b>18,14 %</b>
<i>MSCI All Countries World Free (Eur)</i>	174,28	6,41 %	-30,15 %	-31,27 %	-15,64 %
<b>CARMIGNAC PROFIL REACTIF 75</b>	<b>156,62</b>	<b>11,86 %</b>	<b>-15,54 %</b>	<b>-7,12 %</b>	<b>24,06 %</b>
<i>75% MSCI AC World Free (Eur) + 25% Citigroup WGBI (Eur)</i>	103,96	3,96 %	-17,12 %	-18,39 %	-3,84 %
<b>CARMIGNAC PROFIL REACTIF 50</b>	<b>140,53</b>	<b>8,38 %</b>	<b>-6,60 %</b>	<b>0,75 %</b>	<b>25,93 %</b>
<i>50% MSCI AC World Free (Eur) + 50% Citigroup WGBI (Eur)</i>	101,51	1,51 %	-5,37 %	-6,86 %	5,18 %
<b>CARMIGNAC GLOBAL BOND</b>	<b>1000,00</b>	<b>-5,17 %</b>	<b>3,19 %</b>		
<i>JP Morgan GGB</i>	405,83	-3,80 %	15,52 %		
<b>CARMIGNAC SECURITE</b>	<b>1436,87</b>	<b>5,53 %</b>	<b>8,86 %</b>	<b>15,36 %</b>	<b>20,54 %</b>
<i>Euro MTS 1-3 Y</i>	151,08	2,74 %	8,56 %	15,13 %	20,69 %
<b>CARMIGNAC CASH PLUS</b>	<b>10179,34</b>	<b>0,47 %</b>	<b>0,38 %</b>		
<i>Eonia Capitalisé</i>	138,37	0,48 %	2,75 %		
<b>CARMIGNAC COURT TERME</b>	<b>3677,73</b>	<b>0,65 %</b>	<b>3,08 %</b>	<b>10,28 %</b>	<b>13,89 %</b>
<i>Eonia Capitalisé</i>	138,37	0,48 %	2,75 %	10,69 %	15,65 %

Source Morningstar au 29/05/09, les performances passées ne préjugent pas des performances futures et ne sont pas constantes dans le temps.



DECOUVREURS 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](http://www.carmignac.fr)