



危机 (wei ji) ou κρίση (krisê), parle-t-on de la même crise ?

Il est d'une telle banalité d'employer ou de lire le mot « crise » de nos jours qu'il peut sembler utile d'en rappeler l'étymologie, et les sens multiples qui découlent de sa construction. En chinois par exemple, l'équivalent occidental de « crise » est composé de deux idéogrammes : « wei » qui évoque le danger, le bord du précipice, et « ji », la chance, l'opportunité. On voit bien déjà comment la civilisation chinoise est capable d'exprimer l'opposition des forces en présence, un peu comme l'équilibre précaire du funambule qui à chaque instant menace de tomber d'un côté ou de l'autre du fil sur lequel il chemine. À la différence de la culture chinoise, la culture grecque, dont toute la pensée occidentale découle, recherche la synthèse à partir des opposés. Ainsi la Krisê grecque se traduit-elle par jugement, décision. Une crise nécessite des décisions fortes. C'est bien de cela que je vous entretenais à propos du plan Obama dans la précédente lettre mensuelle (cf. Agregator février 2009).

Hélas ! le discours du nouveau Secrétaire d'État au Trésor Tim Geithner le 10 février dernier a laissé les investisseurs sur leur faim. Non pas parce que les pistes que dessine le plan du gouvernement sont inadéquates, mais simplement parce qu'il est impossible à court terme de mettre en œuvre de manière concrète l'ensemble de ses éléments clés. Constituer une immense « bad bank » nécessiterait des montants colossaux qui excèdent tout ce que l'administration Obama peut raisonnablement annoncer, a fortiori accepter. Dans ces conditions, puisqu'il est impossible de prendre à bras-le-corps le problème essentiel du système bancaire, le gouvernement et la Réserve Fédérale doivent composer. Malheureusement, la situation économique s'est très rapidement dégradée, comme en atteste la révision du chiffre de croissance du 4^e trimestre qui montre une contraction de 6,2% de la richesse de la première économie mondiale. Les efforts entrepris sont gigantesques mais le problème est encore plus important. Ainsi, la stabilisation de la situation économique risque de prendre du temps et la reprise a de bonnes chances d'être pour un temps en deçà du potentiel de croissance à long terme.

J'aurais voulu pour une fois vous épargner la longue litanie des mauvaises nouvelles économiques, mais ces dernières méritent d'être relevées parce qu'elles confortent l'idée que cette récession n'est pas comme toutes les autres, et justifie largement un positionnement jusqu'à présent très prudent dans l'ensemble de notre gestion. Ainsi, l'indice de confiance des consommateurs américains est à son plus bas niveau historique, et pour la première fois depuis le début de cette statistique en 1967, le pourcentage de personnes estimant qu'elles recevront dans douze mois un salaire plus bas qu'aujourd'hui dépasse celui des personnes estimant qu'elles connaîtront une augmentation de salaire. Cela vous évoque-t-il le concept de déflation ?

Du côté des bonnes nouvelles toutefois, le gouvernement met en place le programme TALF à partir du 25 mars.

Celui-ci visera à refinancer les détenteurs éligibles d'obligations de signature AAA, gagées sur des actifs comme les crédits automobiles, les prêts étudiants, ou autres cartes de crédit. Il s'agit d'assurer que les institutions financières continueront à financer l'économie réelle, et donc d'éviter la gangrène qui menace l'économie américaine. (Je note quand même qu'il a fallu retirer la clause de limitation des salaires pour rendre les institutions éligibles au programme TALF car aucune ne s'y serait présentée dans le cas contraire !). De plus, si le chômage continue de progresser rapidement et constitue en soi un frein à la reprise économique, un certain nombre d'indicateurs, comme nous le pensions fin décembre, se reprennent légèrement, confirmant ainsi le caractère non naturel de la chute d'activité dans les derniers mois de l'année, sous l'effet d'une dislocation du système bancaire. Dans le même temps, le Président Obama a présenté son projet de budget pour l'année en cours. Excusez du peu : 1 750 milliards de dollars, soit 12,3% du PIB ! Un chiffre sans équivalent depuis 1947. Bien que l'ampleur de ce déficit risque de conduire la Réserve Fédérale à prendre les fameuses mesures quantitatives, non conventionnelles, et à acquérir des Bons du Trésor, on ne peut que saluer la volonté de sauvetage de la nouvelle administration américaine.

Savez-vous ce que vaut aujourd'hui une assurance (CDS) contre le défaut de paiement du Trésor américain ? Je vous le donne en mille : 100 points de base pour une obligation à 5 ans qui rapporte... 2% ! Eh oui, c'est 50% du rendement offert sur l'emprunt. Le crédit à deux ans de General Electric, signature AAA, offre un écart de rendement de plus de 800pb avec les Emprunts d'État ! L'assurance de portefeuille (CDS) sur Berkshire Hathaway, la société du pas si sage d'Omaha, coûte aujourd'hui plus cher que celle sur le crédit souverain du Vietnam ! Dans certains cas les craintes sont à la hauteur des exploits, avec par exemple AIG qui vient de rentrer dans le Guinness des records avec une perte de 61.7 milliards de dollars sur le seul 4^e trimestre (portant sa perte sur l'année 2008 à près de 100 milliards). /..

Néanmoins, ces prix sont pour nombre d'entre eux exagérés, et sous réserve de sélectivité, cette irrationalité est source d'opportunités pour notre gestion.

O h, rassurez-vous, sur le plan économique, l'Europe n'est pas en reste. Un seul chiffre suffira à vous le rappeler, l'indice de confiance des entrepreneurs allemands. L'indice IFO est en effet au plus bas depuis... 26 ans. Vous avez bien lu, depuis 1983. Pour autant, empêtrés dans des critères de discipline budgétaire, aucun État de la zone Euro ne se risque à prendre des mesures d'une ampleur comparable à celles que prennent les États-Unis en la matière, alors que la situation le justifie pourtant amplement. De la même façon une nouvelle baisse des taux de 50 pb seulement vient d'être entérinée par le comité des gâteaux de Francfort. La BCE en a profité pour réviser sensiblement ses estimations de croissance de la zone Euro pour 2009, d'une contraction de 0,5 % en décembre à une chute de 2,6 % aujourd'hui. Quant à l'inflation, la BCE prévoit 0,4 % en 2009 et 1 % en 2010, assez loin de l'objectif de « en deçà mais proche de » 2 %. Mieux encore, interrogé sur le sujet de l'inflation à long terme dans la zone Euro, M. Trichet désormais « touche du bois »... De mieux en mieux !

I en va tout autrement en Grande-Bretagne. Là, reconnaissons que des décisions fermes sont prises, des mesures drastiques sont implémentées. Sont-elles toutes rassurantes pour autant ? Ce n'est pas encore sûr, à en juger par les montants en jeu. Tout d'abord la Banque d'Angleterre, qui a simultanément ramené son taux directeur à 0,5 % et annoncé son intention d'acquiescer pour au moins 75 milliards de livres d'Emprunts d'État à long terme, soit 5 % du PIB. On entre de plain-pied dans les mesures quantitatives d'assouplissement monétaire, dont les conséquences sur la monnaie et l'inflation sont à ce stade difficile à estimer. Mais les mesures vont au-delà. Le gouvernement britannique s'est porté garant en dernier ressort des actifs du système bancaire dans son intégralité. Ça n'a peut-être l'air de rien sur le papier, mais cela veut dire garantir un montant de 5,5 fois la taille du PIB ! Pour la seule (et brillantissime) Royal Bank of Scotland, la nouvelle assurance porte sur 325 milliards de sterling, et la banque a payé pour cette assurance une prime de 4 %, sous la forme... de ses propres actions, autrement dit en monnaie de singe !

D ans ce contexte difficile, la Chine sauvera-t-elle le monde ? Rien n'est moins sûr, mais au moins la Chine a pour l'instant l'air de tirer son épingle du jeu. Le ton politique reste prudemment optimiste. Le Premier ministre Wen vient de réaffirmer lors du discours inaugural du Congrès du Parti Communiste qu'un rythme de croissance économique de 8 % pour 2009 restait tout à fait réalisable et à portée de main. Je sais, ça ressemble un peu au « recovery is around the corner » à la Herbert C. Hoover, à ceci près que la Chine semble avoir les moyens de ses ambitions. **Les marchés ont été déçus que Wen Jiabao n'annonce pas un train supplémentaire de mesures budgétaires visant à soutenir la croissance chinoise. C'est au contraire une bonne nouvelle. Cela signifie que dans l'immédiat ces mesures additionnelles ne sont pas nécessaires.** Le déficit budgétaire, tel que projeté actuellement, ne devrait atteindre que 2,5 % à 3 % du PIB, ce qui laisse une importante marge de manœuvre aux pouvoirs publics, d'autant plus que la dette publique du pays n'atteint qu'à peine 25 % du PIB.

A u-delà du discours politique, plusieurs développements macro et micro économiques ont attiré notre attention. L'indice des directeurs d'achats (PMI) est de nouveau en hausse, à

49 % en février, après un plus bas à 38,5 % en novembre. C'est encore en deçà de 50, impliquant une contraction, mais dans les composantes de cet indice, tant la production que les nouvelles commandes ont dépassé la fatidique barre de 50. Cinq provinces du Sud ont enregistré depuis le début d'année une consommation d'électricité en hausse par rapport à la même période de l'année dernière. La croissance de cette année peut certainement être soutenue par un accroissement massif des investissements en infrastructures. La croissance du crédit a été très forte au cours des deux premiers mois de l'année. Une large partie de ces crédits sont destinés à l'investissement, dans les infrastructures et dans l'immobilier résidentiel. **Notons à ce titre la reprise ou la bonne tenue de certaines matières premières, cuivre, acier, pétrole, indice de fret maritime, en dépit d'une économie mondiale en pleine déprime.** Cette reprise de la croissance du crédit augure d'une inflexion favorable de la croissance pour les mois à venir. Cependant, afin de recentrer la croissance économique de façon plus structurelle vers la consommation domestique, d'autres mesures doivent être prises. Le gouvernement chinois en est conscient, comme en atteste le plan qui instaurera d'ici un an un régime d'assurance-maladie à l'échelle nationale et qui vient d'être entériné par les autorités centrales. Gageons que d'autres suivront.

Dans ce contexte notre allocation d'actifs reste donc opportuniste. Des emprunts d'État, mais de seulement quelques États (France, Allemagne, USA). Et pas de maturités longues. Des crédits privés, mais avec une très grande sélectivité. Des actions, avec une exposition encore limitée mais qui vise à lever progressivement les couvertures en place sur des niveaux techniques proches. Nous maintenons une composante aurifère qui a joué son rôle d'assurance de portefeuille, d'amortisseur de la chute des marchés. Nous renforçons légèrement la composante émergente tournée vers la reprise domestique d'économies comme celles de la Chine ou du Brésil ou encore de l'Inde, et nous renforcerons légèrement notre allocation en matières premières.

Q u'attendre des semaines à venir ? Un événement important, le sommet du G20 à Londres dans les premiers jours d'avril. Je sais, il est sans doute présomptueux d'attendre beaucoup d'un G20, alors que depuis près de 20 ans, tous les G7 ont déçu l'ensemble des observateurs. Pourtant, Messieurs les dirigeants de la planète, c'est le moment ou jamais de saisir l'opportunité d'une coordination mondiale, de donner un élan de rénovation financière, économique et politique, de prendre des décisions qui nous permettent d'entrevoir une sortie de crise. Le plus fort de la dégradation économique est peut-être derrière nous, laissez nous entrevoir les conditions d'une reprise durable et globale, dans un monde économique désormais multipolaire où les grandes économies émergentes auront un rôle de plus en plus majeur à jouer.

L es marchés, nos journaux quotidiens, les prévisionnistes, chaque jour, nous abreuvent d'un peu plus de pessimisme, nous dressent la longue liste des dangers qui nous guettent. Le pire n'est pas certain. Nous avons jusqu'à présent maintenu une posture très défensive dans nos allocations d'actifs et dans la construction de nos portefeuilles. Mais la crise est aussi faite d'opportunités, et il nous semble aujourd'hui que rester à l'écart des marchés, se refuser de prendre la décision d'investir sur des entreprises qui vont sortir plus fortes de cette période troublée, serait une erreur stratégique. Pour peu que la situation se normalise dans les semaines à venir, nous réexposerons nos portefeuilles pour pleinement profiter de cette probable embellie printanière. C'est aussi cela la crise.

Eric Le Coz

Achevé de rédiger le 6 mars 2009

Les devises

Le dollar a poursuivi le chemin de la hausse sur le mois de février, s'adjudgeant un gain de près de 1 % face à l'euro, portant son appréciation à 8,6 % contre la monnaie unique depuis le début de l'année. Tous nos portefeuilles exposés au risque dollar sont demeurés sans couverture devise sur la période.

Plus intéressant a été le revirement de situation en ce qui concerne le yen. Alors que depuis quelques mois le yen avait bénéficié du double effet des liquidations de positions de portage (« carry trade ») et du rapatriement naturel de l'épargne des ménages qui depuis longtemps avaient été cherché à l'extérieur du pays des placements plus rémunérateurs. Les chiffres catastrophiques de la croissance japonaise, puis l'effondrement

des exportations et la hausse du chômage laissent présager d'une conjoncture particulièrement difficile dans les mois à venir. Dans ce contexte, la reprise de mesures quantitatives d'assouplissement monétaire par la banque du Japon, et un ajustement à la baisse de la monnaie ne pourront que soulager partiellement la crise. **Carmignac Global Bond**, en soldant suffisamment tôt ses positions sur le Yen, a pu afficher une performance sensiblement meilleure que celle de son indicateur de performance dans lequel la dette japonaise a une place importante. L'euro s'apprécie de 8 % face au yen sur le mois. Cette très grande volatilité à court terme des devises est facteur d'instabilité pour l'ensemble des marchés et appelle ainsi à la plus grande vigilance.

Les taux

Là encore, le mois de février s'est caractérisé par beaucoup de volatilité et d'instabilité. Aux États-Unis où les émissions de refinancement du Trésor ont été importantes, on a observé une très légère dégradation sur la partie longue de la courbe, le 10 ans reprenant 17 pb à 3,01 % en fin de mois. Nous avons profité de conditions intéressantes pour commencer à constituer dans **Carmignac Patrimoine** un compartiment d'obligations indexées sur l'inflation. Ce segment profitera de la faiblesse de l'offre (l'inflation étant basse) et de la possible reconstitution des primes d'inflation dans la durée.

Sur la zone Euro en revanche, les taux se sont légèrement détendus (on parle ici des emprunts d'État français et allemands). Le 2 ans perd 22 pb à 1,31 % (ça laisse encore un peu de place à la BCE), et le 10 ans cède 18 pb à 3,11 % en fin de mois. Nous sommes restés très sélectifs quant à nos choix de crédits privés avec des signatures telles que **Iberdrola**, **Roche**, **Sandvik** ou encore **Tesco**. Les sensibilités de **Carmignac Patrimoine** et **Carmignac Sécurité** s'établissent à un peu plus de 5 et de 3 respectivement en fin de mois.

Les actions

Un mois catastrophique pour les actions, on ne peut pas en dire moins. Outre la dégradation des données macroéconomiques, les annonces de résultats ont dans l'ensemble été bien pire qu'anticipées. Les perspectives sont mauvaises, et la raréfaction du crédit comme la faible visibilité sur l'activité ne sont pas de nature à encourager les entreprises à investir et à miser sur la croissance future. **General Electric** a coupé son dividende pour la première fois depuis 1938 ! Et la société est loin d'être la seule. Tous les secteurs ont été touchés, même ceux réputés plus défensifs. Dans ce contexte extrême, nous avons maintenu une allocation prudente, avec une exposition réduite au risque actions, seule façon de limiter l'érosion du capital. Et ça marche. -2,4 % pour **Carmignac Euro-Investissement** contre -11 % pour l'Eurostoxx, +0,5 % pour **Carmignac Euro-Patrimoine** sur le mois. Vous ai-je déjà dit que ces deux Fonds étaient éligibles au PEA ? Tout cela n'est-il pas désormais exagéré, tant de pessimisme, tant d'anticipation de dégradation encore à venir du côté des entreprises ? Nous ne sommes pas loin de le penser. Les marchés nous semblent désormais

plus susceptibles de réagir à une bonne nouvelle qu'à la confirmation de nouvelles pertes bancaires.

Le rayon de soleil vient déjà de la gestion émergente. Les actions de cet univers ont surperformé les actions des pays développés, malgré des disparités évidentes liées à de grandes différences de situation macroéconomique. Ainsi le Fonds **Carmignac Emergents** progresse de 0,08 % sur le mois et de 5,5 % depuis le début de l'année, reprenant le peloton de tête de sa catégorie, ce qui n'est évidemment pas pour nous déplaire.

Les allocations d'actifs sont restées très stables sur le mois et peu de mouvements ont été enregistrés dans les Fonds. Les indices boursiers s'approchent ou testent des niveaux techniques importants alors que le pessimisme touche des niveaux record. Nous profiterons des prochaines semaines, sous réserve de l'absence de nouvelles catastrophiques, pour redynamiser nos portefeuilles à une progressive reprise des marchés boursiers.

Les matières premières

La bonne tenue de l'or et la légère remontée des cours du pétrole ont contribué à une performance honorable de **Carmignac Commodities** dans un contexte toujours aussi délétère tant pour la conjoncture économique globale que pour l'ensemble des marchés actions. Au-delà de ces mouvements de court terme, on a pu observer la détermination du gouvernement chinois qui vise à sécuriser des actifs à long terme à des prix raisonnables ou raisonnablement stables dans l'ensemble des secteurs des ressources naturelles. C'est vital pour la croissance structurelle à long terme du pays, le gouvernement ne s'y est pas trompé. Comment cela se traduit-il de manière concrète ? Par la prise de participation renforcée de **Chinalco** dans le groupe australien **Rio Tinto** (qui pourrait conduire à terme à un achat total de la société minière). Mais aussi par des crédits à long terme consentis à des sociétés pétrolières et gazières, en échange

de livraison de quantités de pétrole, de gaz ou de produits raffinés. Ainsi les groupes russes **Rosneft** et **Transneft** ont signé des accords de ce type récemment, ainsi que le gouvernement vénézuélien de M. Chavez, ou encore le champion brésilien **Petrobras**. Il semble que le gouvernement chinois ait trouvé une manière habile de diversifier ses colossales réserves de devises.

Peu de mouvements ont été opérés sur le mois. Pour **Carmignac Commodities**, dans le secteur des services pétroliers, **Transocean** est réapparu en portefeuille alors que la ligne du norvégien **Fred Olsen** était soldée. Dans les portefeuilles de **Carmignac Investissement** et **Carmignac Patrimoine**, une ligne du groupe minier **BHP Biliton** a été constituée.

Allocation d'actifs

Malgré des performances négatives sur le mois, les trois Fonds de Fonds **Carmignac Profils Réactifs** parviennent à demeurer en performance positive depuis le début de l'année. Sur l'ensemble du mois les Fonds de Fonds ont bénéficié de la bonne tenue de **Carmignac Sécurité** et de **Carmignac Global Bond** dans la partie obligataire, ainsi que de celle de **Carmignac Euro-Patrimoine** et de **Carmignac Market Neutral** dans la gestion à Performance Absolue. Concernant ce dernier (dont la transformation en Fonds UCITS 3 devrait être entérinée dans les tous prochains jours), l'allocation a été renforcée de 2 points au détriment

de celle sur **Carmignac Investissement Latitude**. Nous estimons en effet **Carmignac Market Neutral** encore plus défensif et la somme des pondérations sur ces deux fonds ne peut excéder 10 % tant que la transformation de CMN n'est pas validée.

En fin de mois, l'exposition nette aux actions des **Carmignac Profil Réactif** 100, 75 et 50 s'établit ainsi respectivement à 41 %, 26 % et 13 %. Ces pondérations tiennent compte d'une position de couverture sur le S&P 500 à hauteur de 2 % de l'actif net dans chacun des Fonds de Fonds.

Performances des fonds

	Valeur liquidative	2009	1 an	3 ans	5 ans
CARMIGNAC INVESTISSEMENT A	5 506,62	1,00 %	-27,22 %	-9,25 %	35,25 %
CARMIGNAC INVESTISSEMENT E	86,52	0,84 %	-27,79 %		
<i>MSCI All Countries World Free (Eur)</i>	147,37	-10,03 %	-39,60 %	-45,73 %	-29,44 %
CARMIGNAC EURO-INVESTISSEMENT	200,02	-4,10 %	-39,49 %	-36,47 %	-0,24 %
<i>DJ Euro Stoxx</i>	184,27	-17,26 %	-48,35 %	-47,77 %	-27,92 %
CARMIGNAC GRANDE EUROPE A	91,38	-3,92 %	-40,41 %	-32,00 %	8,97 %
CARMIGNAC GRANDE EUROPE E	53,88	-4,01 %	-40,95 %		
<i>DJ Stoxx 600</i>	172,92	-12,83 %	-45,79 %	-47,26 %	-28,72 %
CARMIGNAC EURO-ENTREPRENEURS	111,63	-0,20 %	-42,54 %	-34,44 %	6,55 %
<i>DJ Stoxx 200 Small</i>	92,17	-8,45 %	-49,71 %	-49,38 %	-23,63 %
CARMIGNAC EMERGENTS	350,68	5,50 %	-46,93 %	-38,00 %	18,68 %
<i>MSCI Emerging Markets Free (Eur)</i>	393,13	-3,63 %	-48,89 %	-40,07 %	2,25 %
CARMIGNAC EMERGING DISCOVERY	478,88	4,97 %	-52,80 %		
<i>Indice Carmignac Emerging Discovery (Eur)</i>	96,82	-3,18 %	-51,79 %		
CARMIGNAC INNOVATION	164,14	-6,42 %	-40,02 %	-48,37 %	-34,36 %
<i>Indice Carmignac Innovation (Eur)</i>	30,32	-4,58 %	-23,44 %	-36,91 %	-29,37 %
CARMIGNAC COMMODITIES	174,33	3,35 %	-52,66 %	-27,22 %	19,10 %
<i>Indice Carmignac Commodities (Eur)</i>	162,02	-4,48 %	-45,11 %	-29,37 %	18,82 %
CARMIGNAC PATRIMOINE A	4 291,63	2,50 %	1,94 %	14,34 %	42,30 %
CARMIGNAC PATRIMOINE E	112,00	2,40 %	1,36 %		
<i>50% MSCI AC World Free (Eur) + 50% Citigroup WGBI (Eur)</i>	95,79	-4,22 %	-11,63 %	-16,95 %	-1,52 %
CARMIGNAC EURO-PATRIMOINE	240,92	1,15 %	-12,64 %	-8,57 %	15,91 %
<i>50% DJ Euro Stoxx 50 + 50% Eonia Capitalisé</i>	89,97	-9,50 %	-22,05 %	-19,37 %	-5,54 %
CARMIGNAC INVESTISSEMENT LATITUDE	152,22	0,83 %	-17,10 %	1,86 %	
<i>MSCI All Countries World Free (Eur)</i>	147,37	-10,03 %	-39,60 %	-45,73 %	
CARMIGNAC PROFIL REACTIF 100	114,14	0,72 %	-34,58 %	-28,95 %	-2,20 %
<i>MSCI All Countries World Free (Eur)</i>	147,37	-10,03 %	-39,60 %	-45,73 %	-29,44 %
CARMIGNAC PROFIL REACTIF 75	141,98	1,41 %	-23,16 %	-16,49 %	8,02 %
<i>75% MSCI AC World Free (Eur) + 25% Citigroup WGBI (Eur)</i>	92,88	-7,12 %	-25,54 %	-31,50 %	-14,89 %
CARMIGNAC PROFIL REACTIF 50	131,66	1,54 %	-12,47 %	-5,86 %	14,16 %
<i>50% MSCI AC World Free (Eur) + 50% Citigroup WGBI (Eur)</i>	95,79	-4,22 %	-11,63 %	-16,95 %	-1,52 %
CARMIGNAC GLOBAL BOND	1 128,19	6,99 %	11,84 %		
<i>JP Morgan GGB</i>	429,73	1,87 %	17,31 %		
CARMIGNAC SECURITE	1 387,62	1,92 %	3,74 %	10,65 %	16,40 %
<i>Euro MTS 1-3 Y</i>	149,57	1,67 %	6,25 %	14,27 %	19,55 %
CARMIGNAC CASH PLUS	10 184,11	0,51 %	1,43 %		
<i>Eonia Capitalisé</i>	138,05	0,25 %	3,57 %		
CARMIGNAC COURT TERME	3 667,88	0,38 %	3,82 %	10,58 %	13,98 %
<i>Eonia Capitalisé</i>	138,05	0,25 %	3,57 %	11,17 %	16,00 %

Source Morningstar au 28/02/09, 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