



## Carmignac Patrimoine : Lettre des gérants

Auteur(s)  
Rose Ouahba, David Older, Keith Ney

Publié  
10 Avril 2022

Longuet  
🔄 9 mi

### -7,45%

Performance de Carmignac Patrimoine au cours du premier trimestre 2022 pour la part A EUR ACC.

### -3,12%

Performance de l'indicateur de référence au cours du premier trimestre 2022. Il est composé de 40% MSCI ACWI (USD) (Dividendes nets réinvestis) + 40% ICE BofA Global Government Index (USD) + 20% ESTER capitalisé.

### -7,45%

Performance du Fonds depuis le début de l'année 2022 contre -3,12% pour l'indicateur de référence.

Carmignac Patrimoine affiche une performance négative sur un trimestre qui a déploré une baisse générale et uniforme des cours des actifs risqués, les actions et la dette d'entreprise étant les plus lésés.

## Commentaire de marché

Notre vision au début de l'année 2022 était celle d'un ralentissement de la croissance, après son fort redémarrage, et d'une inflation persistante. En d'autres termes, nous estimions que l'économie mondiale entrerait dans une période de « stagflation », caractérisée par une croissance molle et une inflation plus élevée.

Le conflit en Ukraine, qui est avant tout une crise humanitaire, et les sanctions consécutives appliquées à la Russie ont occasionné un choc inflationniste, via une augmentation généralisée des prix des matières premières. Dans ce contexte, les marchés qui s'ajustaient à un scénario de « stagflation » ont peu à peu intégré cette perspective au cours du trimestre, exacerbant les impacts du ralentissement et de l'inflation.

Au cours du premier trimestre 2022, le contexte anxiogène créé par la guerre en Ukraine a entraîné une baisse généralisée des prix des actifs risqués, et notamment des actions et du crédit, ce dernier ayant enregistré sa plus mauvaise performance depuis le mois de Mars 2020. Le virage de la Fed au début de l'année a déclenché une hausse rapide des taux d'intérêt et une rotation sectorielle au détriment des secteurs de croissance. Les secteurs de l'énergie et des matériaux ont été les seuls à tirer leur épingle du jeu, soutenus par les déséquilibres du côté de l'offre et l'augmentation des cours des matières premières qui en résulte. Face à l'incertitude sur l'ampleur du conflit, l'or et le dollar américain ont joué leur rôle d'actif refuge.



## Commentaire de Performance

Sur le trimestre écoulé, Carmignac Patrimoine a enregistré un repli de -7,45%, tandis que son indicateur de référence a, pour sa part, affiché une baisse de -3,12%. Si la construction de notre portefeuille et nos stratégies de couverture ont contribué à soutenir la performance dans un contexte de marchés difficiles, nos convictions fortes sur les actifs russes ont causé la majeure partie de nos pertes.

Les principaux contributeurs à la performance de ce trimestre ont été les suivants :

### **1. Russie**

Nous avons constitué une position sur les actifs russes en mars 2020, avec une optique de long terme, fondée sur des aspects financiers (fondamentaux solides et cycle de hausse des taux bien entamé) et extra-financiers (plusieurs critères orientés favorablement, notamment le pilier environnemental), conformément à notre approche systématique.

Dans la période de montée des tensions qui a précédé le terrible événement du 24 février 2022 (début du conflit), nos gérants pensaient que celles-ci avaient atteint leur paroxysme. La décision de la Russie d'envahir l'Ukraine a pris les marchés financiers – et nous-mêmes – totalement au dépourvu.

Notre exposition aux emprunts d'État et, surtout, aux obligations d'entreprises russes, quoique limitée à environ 5%, a fortement pénalisé la performance de la stratégie sur la période (nous n'avons aucune exposition aux actions russes).

L'intensification subite de ces tensions nous a conduits à mettre en place des stratégies pour atténuer les risques (via des positions vendeuses sur le rouble, l'achat de protections via des CDS [credit default swaps], la réduction des risques globaux que ce soit du point de vue de la sensibilité aux taux d'intérêt ou de celui de l'exposition nette aux actions, et l'acquisition d'actifs refuge).

Cependant, avec la déstabilisation du marché russe dans le sillage des sanctions et la multitude d'investisseurs contraints à des ventes forcées, nous n'avons pas été en mesure de solder la totalité de nos positions à des conditions qui auraient préservé au mieux les intérêts de nos clients, le prix de ces obligations étant passé de près de 90 à environ 25 en un très court laps de temps.

Nous avons décidé de ne plus acquérir, jusqu'à nouvel ordre, de titres russes. Nous nous engageons également à gérer la sortie des titres encore présents dans le portefeuille dès que les conditions de marché permettront d'assurer la protection des intérêts de nos clients, laquelle demeure notre objectif premier.

### **2. Rotation sectorielle sur les marchés actions**

La prolongation du mouvement de rotation en faveur des valeurs décotées (« value ») dans le sillage du virage de la Fed et de la hausse rapide des taux d'intérêt a pénalisé une partie de notre portefeuille actions « bottom-up ». En effet, conformément à notre anticipation d'une normalisation de la croissance économique, associée au risque de voir l'inflation éroder durablement le pouvoir d'achat des ménages et les marges des entreprises, notre portefeuille actions était principalement concentré sur des valeurs de croissance de qualité (au sein des secteurs des technologies de l'information et de la consommation discrétionnaire) et sur des titres défensifs (notamment dans les secteurs de la santé et de la consommation de base), qui ont souffert dans un contexte de hausse des taux. Tout au long du trimestre, nous avons continué à réduire notre exposition aux actions sensibles à une remontée des taux.

Si le rééquilibrage de notre exposition à des secteurs qui présentent une corrélation positive avec l'inflation et l'augmentation des taux d'intérêt (énergie et banques) a apporté un certain soutien, celui-ci n'a pas été suffisant pour compenser les pertes enregistrées ailleurs.

### **3. Contribution favorable de nos couvertures dans une période de volatilité**

Sur le trimestre, nous avons réussi à limiter les incidences de la baisse des marchés d'actions, de la hausse des taux et de l'écartement des marges de crédit, grâce à un positionnement globalement prudent.

En effet, nous avons entamé l'année 2022 avec une approche légèrement prudente, reflétant le ralentissement de la croissance, la hausse de l'inflation et la perspective d'un resserrement des politiques monétaires, dans un contexte de valorisations très généreuses des marchés d'actions et des obligations d'entreprises.

Au fil de la montée des tensions géopolitiques, nous avons ajouté des protections via des CDS et avons commencé à prendre des positions vendeuses sur le rouble russe (qui représente l'instrument le plus liquide pour couvrir notre exposition à la Russie).

Lorsque le conflit a éclaté, nous avons adapté la stratégie à un contexte d'aversion totale pour le risque, en continuant à alléger l'exposition aux actions (ramenée à un point bas de 5%), en acquérant des positions sur les taux cœurs et l'or, deux actifs refuge, et en augmentant l'exposition au dollar américain.

## Perspectives

Nous pensons que l'impact des sanctions - et de la hausse de l'inflation qui en résulte - sur la croissance mondiale est progressivement mais pas complètement intégré par les marchés.

En Europe, avec une inflation apparente qui devrait rester proche de 7% cette année, les résultats des enquêtes signalent que la contraction attendue des salaires réels devrait profondément ébranler la confiance des ménages et des entreprises. Point positif, une réponse budgétaire partielle a été apportée face à ce choc dans certains pays, notamment en France et en Espagne, et d'autres initiatives sont en cours de discussion (plan d'autonomie et de résilience ; initiative « Repower UE » de la Commission européenne visant à augmenter le recours aux énergies renouvelables pour réduire la dépendance aux sources d'énergie traditionnelles ; soutien aux dépenses militaires...).

Sur le plan économique, les États-Unis sont moins exposés au conflit que l'Europe, mais les conséquences d'un durcissement des conditions financières et de l'inflation continueront probablement à éroder l'épargne et le pouvoir d'achat des ménages. Jerome Powell a réaffirmé que la Réserve fédérale ferait tout ce qu'il faut pour normaliser sa politique monétaire, indépendamment des réactions des marchés ou de l'issue de la guerre.

En Chine, certains éléments laissent espérer que les autorités finiront par adopter des mesures monétaires et budgétaires plus agressives pour stimuler la croissance. Cependant, il ne s'agit que de mesures limitées par rapport à ce que la Chine pourrait faire pour relancer son économie et, par voie de conséquence, soutenir le reste du monde, notamment en raison de sa politique « zéro Covid » face à la résurgence du nombre de contaminations.

Sur le plan microéconomique, les entreprises seront, au cours des prochains mois, évaluées en fonction de leur capacité de résistance à une inflation durablement élevée. Une augmentation des prix à la production plus rapide que ceux à la consommation traduit une capacité limitée des entreprises à répercuter la hausse des coûts des intrants sur leurs prix de vente, ce qui affecte leurs marges. Cet écart important signale une nette détérioration de la rentabilité.



## Positionnement

L'environnement de marché n'a jamais autant regorgé de risques et d'opportunités. Le retrait des politiques monétaires ultra accommodantes implique la fin de la hausse généralisée des marchés, et crée des possibilités de génération d'alpha « pur » via une approche combinant gestion active et sélectivité, notamment en raison de la remise à plat des principaux indices ces derniers mois. La fin du contexte de taux négatifs et de la corrélation entre les différentes classes d'actifs renforce la pertinence d'une allocation flexible et d'une gestion active des risques pour optimiser la performance.

Prenant en compte cet environnement, les moteurs de performance de Carmignac Patrimoine sont les suivants :

### Portefeuille global :

Dans cet environnement, nous pensons qu'une construction de portefeuille optimale consiste à trouver le juste équilibre entre des investissements dont la performance est positivement corrélée à la hausse des taux / l'inflation, et des investissements résilients en période de ralentissement de la croissance. Parallèlement à cette stratégie dite « Barbell », nous détenons une importante réserve de liquidités qui nous permettra de renforcer les positions existantes et d'en constituer de nouvelles. Enfin, nous utilisons tous les instruments à notre disposition pour gérer les multiples risques découlant de cette nouvelle configuration de marché.

### Composante Actions :

Conformément à notre perspective d'un ralentissement de la croissance ; nous privilégions des valeurs de sociétés défensives, comme les entreprises fournissant des biens ou des services essentiels, dont la demande est relativement inélastique à la hausse des prix. Dans un contexte inflationniste, nous favorisons également les entreprises de qualité, caractérisées par une rentabilité historiquement élevée, un niveau d'endettement faible et des liquidités abondantes, qui leur permettent de mieux faire face à l'augmentation des taux d'intérêt et des coûts.

Nous surpondérons **les secteurs du pétrole et des services pétroliers**, les tensions géopolitiques et sur l'offre soutenant les prix de l'énergie et l'écosystème qui les entoure. En tenant compte de nos critères extra-financiers (ESG), nous sommes exposés à des entreprises traditionnelles « best-in-class » ainsi qu'à des opérateurs du secteur des énergies renouvelables, qui bénéficient d'un regain d'intérêt de la part des investisseurs dans la mesure où les pays cherchent à réduire leur dépendance aux exportations russes.

Enfin, nous détenons une exposition aux secteurs qui profitent de la demande induite par la réouverture des économies post-Covid **comme celui des voyages**. Bien que l'inflation soit généralement de mauvais augure pour le secteur de la consommation discrétionnaire, nous observons des signes d'une forte reprise du tourisme et des voyages, alimentée par la forte demande latente après deux années de restrictions des déplacements.

### Composante Taux :

Les marges de crédit se sont écartées, créant des opportunités sur des titres individuels intéressants, notamment dans le secteur du pétrole et du gaz, mais également dans le secteur financier, qui a été pénalisé par des craintes de contagion à la suite de l'éclatement du conflit et qui offre désormais des rendements nettement plus élevés.

Nous privilégions également les obligations adossées à des prêts d'entreprises (CLO), en raison de leurs taux variables, combinés à des prêts de première notation (BBB) offrant un portage intéressant.

### Gestion des risques :

S'agissant des taux d'intérêt, nous détenons un positionnement relativement neutre.

Nous continuons en outre de gérer activement l'exposition aux actions, qui représente 37% des encours du Fonds à la fin du premier trimestre). Cependant, nous maintenons des positions vendeuses sur les segments vulnérables de l'univers actions.

En plus d'une allocation élevée aux liquidités, nous conservons une exposition à des actifs refuge comme le dollar américain (31%) et l'or (2%), ce dernier ayant également tendance à bien se comporter en période inflationniste.

# Rechercher la meilleure allocation d'actifs dans toutes les conditions de marché

Découvrez la page du Fonds

## Carmignac Patrimoine A EUR Acc

ISIN: FR0010135103

Durée minimum de placement recommandée



### Principaux risques du Fonds

**ACTION:** Les variations du prix des actions dont l'amplitude dépend de facteurs économiques externes, du volume de titres échangés et du niveau de capitalisation de la société peuvent impacter la performance du Fonds.

**TAUX D'INTÉRÊT:** Le risque de taux se traduit par une baisse de la valeur liquidative en cas de mouvement des taux d'intérêt.

**CRÉDIT:** Le risque de crédit correspond au risque que l'émetteur ne puisse pas faire face à ses engagements.

**RISQUE DE CHANGE:** Le risque de change est lié à l'exposition, via les investissements directs ou l'utilisation d'instruments financiers à terme, à une devise autre que celle de valorisation du Fonds.

Le Fonds présente un risque de perte en capital.

**Communication publicitaire. Veuillez vous référer au KID/prospectus avant de prendre toute décision finale d'investissement. Ce document est destiné à des clients professionnels.**

Le présent document ne peut être reproduit en tout ou partie, sans autorisation préalable de la Société de gestion. Il ne constitue ni une offre de souscription ni un conseil en investissement. Ce document n'est pas destiné à fournir, et ne devrait pas être utilisé pour des conseils comptables, juridiques ou fiscaux. Il vous est fourni uniquement à titre d'information et ne peut être utilisé par vous comme base pour évaluer les avantages d'un investissement dans des titres ou participations décrits dans ce document ni à aucune autre fin. Les informations contenues dans ce document peuvent être partielles et sont susceptibles d'être modifiées sans préavis. Elles se rapportent à la situation à la date de rédaction et proviennent de sources internes et externes considérées comme fiables par Carmignac, ne sont pas nécessairement exhaustives et ne sont pas garanties quant à leur exactitude. À ce titre, aucune garantie d'exactitude ou de fiabilité n'est donnée et aucune responsabilité découlant de quelque autre façon pour des erreurs et omissions (y compris la responsabilité envers toute personne pour cause de négligence) n'est acceptée par Carmignac, ses dirigeants, employés ou agents.

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Elles sont nettes de frais (hors éventuels frais d'entrée appliqués par le distributeur). Le rendement peut évoluer à la hausse comme à la baisse en raison des fluctuations des devises, pour les actions qui ne sont pas couvertes contre le risque de change.

La référence à certaines valeurs ou instruments financiers est donnée à titre d'illustration pour mettre en avant certaines valeurs présentes ou qui ont été présentes dans les portefeuilles des Fonds de la gamme Carmignac. Elle n'a pas pour objectif de promouvoir l'investissement en direct dans ces instruments, et ne constitue pas un conseil en investissement. La Société de Gestion n'est pas soumise à l'interdiction d'effectuer des transactions sur ces instruments avant la diffusion de la communication. Les portefeuilles des Fonds Carmignac sont susceptibles de modification à tout moment.

La référence à un classement ou à un prix ne préjuge pas des classements ou des prix futurs de ces OPC ou de la société de gestion. La durée minimum de placement recommandée équivaut à une durée minimale et ne constitue pas une recommandation de vente à la fin de ladite période.

Morningstar Rating™ : © Morningstar, Inc. Tous droits réservés. Les informations du présent document : -appartiennent à Morningstar et / ou ses fournisseurs de contenu ; ne peuvent être reproduites ou diffusées ; ne sont assorties d'aucune garantie de fiabilité, d'exhaustivité ou de pertinence. Ni Morningstar ni ses fournisseurs de contenu ne sont responsables des préjudices ou des pertes découlant de l'utilisation desdites informations.

L'accès au Fonds peut faire l'objet de restriction à l'égard de certaines personnes ou de certains pays. Le présent document ne s'adresse pas aux personnes relevant d'une quelconque juridiction où (en raison de la nationalité ou du domicile de la personne ou pour toute autre raison) ce document ou sa mise à disposition est interdit(e). Les personnes auxquelles s'appliquent de telles restrictions ne doivent pas accéder à ce document. La fiscalité dépend de la situation de chaque personne. Les fonds ne sont pas enregistrés à des fins de distribution en Asie, au Japon, en Amérique du Nord et ne sont pas non plus enregistrés en Amérique du Sud. Les Fonds Carmignac sont immatriculés à Singapour sous la forme d'un fonds de placement de droit étranger réservé aux seuls clients professionnels. Les Fonds ne font l'objet d'aucune immatriculation en vertu du US Securities Act de 1933. Le fonds ne peut être proposé ou vendu, directement ou indirectement, au bénéfice ou pour le compte d'une « US person » au sens de la réglementation S américaine et du FATCA.

La décision d'investir dans le(s) fonds promu(s) devrait tenir compte de toutes ses caractéristiques et de tous ses objectifs, tels que décrits dans son prospectus. Les risques et frais relatifs aux Fonds sont décrits dans le KID (Document d'informations clés). Le KID doit être tenu à disposition du souscripteur préalablement à la souscription. Le souscripteur doit prendre connaissance du KID. Les investisseurs peuvent perdre tout ou partie de leur capital, attendu que les Fonds n'offrent pas de garantie de capital. Tout investissement dans les Fonds comporte un risque de perte de capital.

Carmignac Portfolio désigne les compartiments de la SICAV Carmignac Portfolio, société d'investissement de droit luxembourgeois conforme à la directive OPCVM. Les Fonds sont des fonds communs de placement de droit français conformes à la directive OPCVM ou AIFM. La société de gestion peut décider à tout moment de cesser la commercialisation dans votre pays.

**En Suisse** : Le prospectus, KID, et les rapports annuels des Fonds sont disponibles sur le site [www.carmignac.ch](http://www.carmignac.ch) et auprès de notre représentant en Suisse (Switzerland) S.A., Route de Signy 35, P.O. Box 2259, CH-1260 Nyon. Le Service de Paiement est CACEIS Bank, Montrouge, succursale de Nyon / Suisse Route de Signy 35, 1260 Nyon. [Les investisseurs peuvent avoir accès à un résumé de leurs droits en français sur le lien suivant à la section 6 intitulée "Résumé des droits des investisseurs".](#)

**En France** : Le prospectus, les KID, la VL et les rapports annuels des Fonds sont disponibles sur [www.carmignac.fr](http://www.carmignac.fr), ou sur demande auprès de la Société de gestion [Les investisseurs peuvent avoir accès à un résumé de leurs droits en français sur le lien suivant à la section 6 intitulée "Résumé des droits des investisseurs".](#)

**Au Luxembourg** : Le prospectus, les KID, la VL et les rapports annuels des Fonds sont disponibles sur [www.carmignac.lu](http://www.carmignac.lu), ou sur demande auprès de la Société de gestion [Les investisseurs peuvent avoir accès à un résumé de leurs droits en français sur le lien suivant à la section 6 intitulée "Résumé des droits des investisseurs".](#)