



## 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.

Carmignac Patrimoine

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

[Découvrez la page du Fonds](#)



## Carmignac Patrimoine A EUR Acc

ISIN: FR0010135103

Indicateur de risque

L'indicateur peut varier de 1 à 7, une catégorie 1 correspondant à un risque plus faible et un rendement potentiellement plus faible et une catégorie 7 correspondant à un risque plus élevé et un rendement potentiellement plus élevé. Une catégorie 4-5-6-7 implique une forte à très forte volatilité, impliquant des fortes à très fortes variations de prix pouvant entraîner des pertes latentes à court terme.

Durée minimum de placement recommandée



### Risques Principaux

Risques non suffisamment pris en compte par l'indicateur :

**RISQUE DE CRÉDIT** : Risque que l'émetteur ne puisse pas faire face à ses engagements.

**RISQUE DE CONTREPARTIE** : Risque de subir des pertes en cas de défaillance d'une contrepartie incapable de faire face à ses obligations contractuelles.

**RISQUE DE LIQUIDITE** : les marchés sur lesquels le fonds intervient peuvent être affectés par un manque de liquidité temporaire. Ces dérèglements de marché peuvent impacter les conditions de prix auxquelles le fonds peut être amené à liquider, initier ou modifier des positions.

Risques inhérents :

**RISQUE ACTION** : Risque que 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 impactent la performance.

**RISQUE DE TAUX D'INTÉRÊT** : Risque d'une baisse de la valeur liquidative en cas de mouvement des taux d'intérêt.

**RISQUE DE CRÉDIT** : Risque que l'émetteur ne puisse pas faire face à ses engagements.

**RISQUE DE CHANGE** : Risque lié à l'exposition, via les investissements directs ou l'utilisation d'instruments financiers à terme, à une devise autre que celle de valorisation de l'OPCVM.

**RISQUE DE PERTE EN CAPITAL** : Cette part/classe ne bénéficie d'aucune garantie ou protection du capital investi. Vous risquez de ne pas récupérer l'entièreté de votre capital investi.

**Pour plus d'informations sur les risques de la part/classe, vous devez vous référer au prospectus et plus particulièrement à la section « Profil de risque » ainsi qu'au document d'information clé pour l'investisseur.**

## Informations légales importantes

**Communication publicitaire. Veuillez vous référer au KID/prospectus avant de prendre toute décision finale d'investissement. A destination des investisseurs professionnels uniquement. Ne convient pas aux investisseurs de détail en Belgique.**

Ce document est publié par Carmignac Gestion S.A., société de gestion de portefeuille agréée par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF) en France, et sa filiale luxembourgeoise, Carmignac Gestion Luxembourg, S.A., société de gestion de fonds d'investissement agréée par la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF), suivant le chapitre 15 de la loi luxembourgeoise du 17 décembre 2010. "Carmignac" est une marque déposée. "Investing in your Interest" est un slogan associé à la marque Carmignac. Ce document ne constitue pas un conseil en vue d'un quelconque investissement ou arbitrage de valeurs mobilières ou tout autre produit ou service de gestion ou d'investissement. L'information et opinions contenues dans ce document ne tiennent pas compte des circonstances individuelles spécifiques à chaque investisseur et ne peuvent, en aucun cas, être considérées comme un conseil juridique, fiscal ou conseil en investissement. Les informations contenues dans ce document peuvent être partielles et sont susceptibles d'être changées sans préavis. Ce document ne peut être reproduit, en tout ou partie, sans autorisation préalable.

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.

Echelle de risque du KID (Document d'Informations Clés). Le risque 1 ne signifie pas un investissement sans risque. Cet indicateur pourra évoluer dans le temps. 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.

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, commissions et frais courants sont décrits dans le KID (Document d'informations clés). Le prospectus, le KID, les valeurs nettes d'inventaire et les derniers rapports de gestion annuels et semestriels sont disponibles gratuitement en français ou en néerlandais auprès de la société de gestion (tél. +352 46 70 60 1). Ces documents sont également disponibles auprès de Caceis Belgium S.A., le prestataire de services financiers en Belgique, à l'adresse suivante : avenue du port, 86c b320, B-1000 Bruxelles. Le KID doit être mis à la disposition du souscripteur avant la souscription. Le souscripteur doit lire le KID avant chaque souscription. Il se peut que le Fonds ne soit pas disponible pour certaines personnes ou dans certains pays. Les Fonds n'ont pas été enregistrés en vertu de la US Securities Act de 1933. Les Fonds ne peuvent être offerts ou vendus, directement ou indirectement, au profit ou pour le compte d'une « U.S. person », selon la définition de la réglementation américaine « Regulation S » et de la FATCA. Les valeurs nettes d'inventaire sont disponibles sur le site web [www.fundinfo.com](http://www.fundinfo.com). Toute plainte peut être adressée à l'adresse [complaints@carmignac.com](mailto:complaints@carmignac.com) ou à CARMIGNAC GESTION - Compliance and Internal Controls - 24 place Vendôme Paris France ou sur le site web [www.ombudsfin.be](http://www.ombudsfin.be).

En cas de souscription dans un fonds d'investissement français (fonds commun de placement ou FCP), vous devez indiquer chaque année dans une déclaration fiscale la part des dividendes (et intérêts, le cas échéant) reçus de la part du Fonds. Un calcul détaillé peut être réalisé sur [www.carmignac.be](http://www.carmignac.be). Cet outil ne constitue pas un conseil fiscal et est destiné exclusivement à servir d'aide au calcul. Il ne vous exempte pas de suivre les procédures et de procéder aux vérifications qui incombent à un contribuable. Les résultats indiqués sont obtenus à l'aide des données fournies par le contribuable et Carmignac ne pourra en aucun cas être tenu responsable en cas d'erreur ou d'omission de votre part.

Conformément à l'article 19bis du Code belge des impôts sur les revenus (CIR92), en cas de souscription dans un Fonds soumis à la Directive sur la fiscalité des revenus de l'épargne, l'investisseur devra payer, lors du rachat de ses actions, une retenue à la source de 30% sur le revenu (sous forme d'intérêts ou de plus-value ou moins-value) tiré du rendement des actifs investis dans des titres de créance. Les distributions sont soumises à une retenue à la source de 30% sans distinction des revenus.

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. [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".](#)