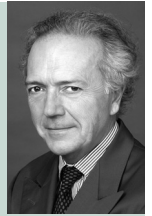




# Investissement

Rapport de Gestion au 31 décembre 2011



E. Carmignac

Actif net global du Fonds 7 588 402 372,35 €

Valeur liquidative de Carmignac Investissement (A) 8 103,51 €

Valeur liquidative de Carmignac Investissement (E) 123,54 €

Valeur liquidative de Carmignac Investissement (GBP) 86,76 €

Le Fonds s'est apprécié en ce trimestre (+3,07%) à un rythme nettement inférieur à son indicateur de référence (+10,31%), ramenant son évolution annuelle (-9,95%) en deçà de cet indice (-6,39%).

L'exercice 2011 s'est avéré pour **Carmignac Investissement** particulièrement frustrant. L'analyse macro-économique que nous avons menée tout au long de l'année est en effet loin d'avoir démerité, mais la performance du Fonds a pourtant été décevante. Ayant rapidement pris la mesure de la profondeur de la crise européenne et du risque systémique qu'elle fait porter à l'économie mondiale, nous avons opté pour une exposition limitée aux marchés actions, obtenue pour une bonne part par des couvertures prises contre la baisse des indices européens. Nous avons également au cours de l'année écoulée accentué le positionnement en mines d'or du Fonds ainsi que son exposition au dollar. La protection du portefeuille assurée par la vente d'indices européens en général et bancaires en particulier, a très bien fonctionné mais le maintien de notre surexposition aux actions émergentes a pesé. Nous pensions qu'elles s'affranchiraient davantage des déboires européens et que l'assouplissement monétaire chinois s'opérerait plus tôt. La couverture aurifère a été décevante puisque, si l'once d'or a progressé de plus de 10% sur l'année, les mines ont, elles, abandonné plus de 10%. La popularisation des ETF indexés sur le métal jaune a momentanément réduit l'appétit pour les actions des producteurs. Enfin, le positionnement du Fonds en faveur des devises extérieures n'a que modestement contribué à la performance du Fonds, l'euro ne s'étant déprécié en 2011 que de 3% sur l'année par rapport au billet vert. Notre crainte d'une contagion systémique de la crise européenne, dont le mois d'août a illustré le potentiel dévastateur, a cependant permis d'amortir considérablement les effets de l'un des pires trimestres de l'histoire boursière, mais a eu un coût relatif important au cours du quatrième trimestre, marqué par un rebond sensible des marchés actions. Face au risque systémique, nous avons privilégié à tout autre l'objectif de préservation du capital.

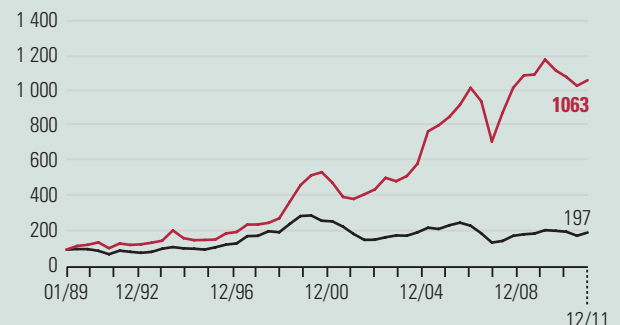
Dans notre précédent rapport, nous exprimions notre profonde défiance à l'égard du cocktail politique européen : beaucoup de rigueur budgétaire immédiate (le plus souvent par une hausse de la pression fiscale), trop peu de mesures structurelles en faveur de la compétitivité et de la croissance avec, en toile de fond, une Banque centrale qui refuse la monétisation des dettes souveraines les plus fragiles : « *C'est à la politique monétaire qu'il appartient de produire l'effort initial décisif en favorisant la croissance économique* » écrivions-nous. Les situations grecque et espagnole persistent à témoigner de l'inadaptation de la réponse économique et monétaire aux problèmes des pays surendettés de la zone. Dans le premier cas, la réduction de la dette permise par le défaut organisé s'avérera rapidement insuffisante face à l'incapacité du pays à croître et à lever l'impôt. La Grèce va-t-elle devoir quitter la zone euro ? Dans le second, le traitement de cheval que le pays s'inflige en matière de réduction du déficit budgétaire tue la croissance qui empêche à son tour l'amélioration de la situation budgétaire. Entre ces risques grec et espagnol, ceux portés par

les élections en France ou même par la situation économique de l'Allemagne, attendue en croissance négative au cours de ce trimestre comme lors du précédent, la conjoncture européenne reste particulièrement difficile. Cependant, la décision d'un financement illimité à trois ans (LTRO) des banques commerciales par la BCE est positive. Ce « quantitative easing » détourné par lequel la BCE fournit au système bancaire toute la liquidité dont il a besoin ainsi que le moyen de se substituer à la Banque centrale comme prêteur en dernier ressort auprès des émetteurs souverains, écarte momentanément le risque systémique. Il donne en outre la possibilité aux banques de se refaire une santé par des opérations de portage avantageuses, dans l'hypothèse d'un règlement définitif de la crise européenne. Ce dispositif peut aider à faire face au calendrier très chargé des émissions souveraines de ce trimestre et contribuer à un sentiment plus constructif à l'égard des marchés actions européens à court terme. Notre gestion prend en compte cette inflexion positive en ce début d'année. Mais nous craignons que ce transfert partiel de responsabilité au système bancaire par la BCE ne constitue qu'une solution très imparfaite dont la faiblesse apparaîtra dès les nouvelles inquiétudes sur le front de la croissance européenne. Nous restons convaincus que la Banque centrale européenne n'échappera pas à la mission de prêteur en dernier ressort qu'elle refuse encore aujourd'hui et persistons à penser que le report de cette décision importante pèsera sur l'activité européenne et fragilisera la stabilité financière globale.

L'amélioration constatée du sentiment à l'égard des marchés européens se conjugue à celle de la situation macro-économique des deux pays les plus importants pour la croissance mondiale, Etats-Unis et Chine. Aux Etats-Unis, les indicateurs avancés de l'activité se redressent en même temps que s'améliorent progressivement les marchés immobilier et du travail, alors que la consommation comme l'investissement restent relativement

## Évolution du Fonds depuis sa création

■ Carmignac Investissement (A)  
■ MSCI AC World Index Free (Eur, hors div.)



Il est rappelé que les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures et qu'elles ne sont pas constantes dans le temps.

vigoureux. Même si nous avons quelques doutes quant au maintien de cette dynamique dans l'environnement actuel (voir rapport de **Carmignac Patrimoine**), nous prenons acte de la résilience américaine. En Chine, la baisse tant attendue de l'inflation a démarré en fanfare : la hausse des prix est passée en quatre mois de 6,5% à 4,1% et cette décélération devrait se maintenir au cours des trois prochains mois, compte tenu d'effets de base très favorables. Qui plus est, la hausse sur la composante logement n'est plus que de 2,1%, témoignage du succès de la politique menée contre la surchauffe immobilière. Les premiers signes de relâchements monétaires sont d'ailleurs déjà apparus : baisse du coefficient de réserves obligatoires de 25 points de base et augmentation de l'enveloppe de crédits bancaires autorisés. Nous sommes ainsi probablement très proches d'une situation où la liquidité redevient favorable au marché chinois, plus sensible que tout autre à ce facteur.

Cette situation de liquidité porteuse existe déjà aux Etats-Unis où la Réserve Fédérale a promis des taux à 0% pour au moins dix-huit mois supplémentaires et n'exclut pas de nouvelles mesures pour favoriser encore la baisse des coûts de financement à long terme, si nécessaire. A cette macro-économie et cette liquidité favorables s'ajoutent des valorisations plus que raisonnables. Aux Etats-Unis, les marges des entreprises mesurées par rapport au PIB font de nouveaux plus hauts historiques, les bilans ont été largement allégés depuis 2008 avec une division par plus de deux du taux d'endettement des entreprises, et la compétitivité n'a cessé de s'améliorer sous l'effet de la rémanence des gains de productivité et d'une décennie d'affaiblissement du dollar. Ainsi, à 12,3 fois les résultats anticipés de 2012, attendus en hausse de 10% par rapport à 2011, le marché américain présente un risque contenu. En Chine, le multiple bénéficiaire 2012 n'est plus que de 9,5 fois, constituant le plus bas niveau de valorisation depuis au moins douze années, si l'on exclut le creux furtif de 2008. Cette valorisation attrayante s'ajoutant à l'imminence de la baisse des taux d'intérêt qui se profile et au désamour qui s'est manifesté tout au long de 2011 à l'égard de l'Empire du Milieu, crée des conditions de rattrapage qui nous semblent irrésistibles. Ces valorisations attractives se retrouvent également en Europe où les résultats attendus pour 2012 ne sont capitalisés que 9,5 fois (10,5 fois hors financières), témoignage des craintes des marchés à l'égard de l'avenir de la zone. La discrimination y est cependant à l'œuvre, avec une sous-performance marquée des secteurs et sociétés trop dépendants du marché européen et un traitement plus favorable des entités exportatrices, profitant de la relative vigueur du reste du monde et, depuis l'été, de la dépréciation de l'euro.

Dans ce contexte global très largement aidé par une liquidité surabondante et une activité économique favorable aux Etats-Unis et dans la plupart des pays émergents, seule la situation européenne pourrait empêcher un beau rebond des marchés d'actions après la difficile année 2011. Cette hypothèque européenne crée une situation binaire qui rend délicate la gestion du risque du fait de corrélations particulièrement élevées entre les différentes classes d'actifs. Cette situation renforce néanmoins deux de nos convictions. D'abord, la Chine va rattraper, au moins en termes relatifs, son retard boursier grâce à l'inversion de la politique monétaire qui a débuté. Ensuite, l'inévitabilité d'une BCE prêteur en dernier ressort va amplifier la baisse de l'euro entamée l'été dernier. Cette seconde conviction nous permet d'envisager avec confiance les perspectives de rentabilité d'investissements largement réalisés en devises étrangères avant même que le changement plus affirmé du mode opératoire de la BCE provoque un choc positif de confiance sur les marchés actions.

### Stratégie d'investissement

Ce nouvel environnement dans lequel la politique monétaire chinoise n'est plus adverse, où les politiques américains semblent avoir décidé d'éviter tout blocage dans la perspective des élections de novembre et où la liquidité en Europe s'est nettement

améliorée avec l'instauration de la facilité de crédit à trois ans, nous conduit à un positionnement plus offensif en ce début d'année. Ces déblocages majeurs sont en effet capables de laisser les valorisations des marchés se hisser vers leur niveau d'équilibre et nous conduiront à relever le niveau d'exposition du Fonds à plus de 90%.

■ **Le thème de l'amélioration du niveau de vie dans les pays émergents a été encore renforcé de 34% à 37,3%.** Pour les raisons indiquées précédemment, nous estimons que l'aversion au risque qui a affecté les marchés émergents l'année passée, crée une opportunité très attrayante. Nous avons ainsi plus que doublé la position **Gome Electrical**, société de distribution en plein retournement, capable de tirer parti de la dynamique consommation chinoise et du développement des logements sociaux, et introduit le brasseur **Ambev**, leader panaméricain en bières et sodas. La présence du portefeuille en Chine a été également accrue par le biais de la société américaine **Yum! Brands**, qui gère une chaîne de restauration rapide au développement remarquable, et des achats renouvelés sur **Mead Johnson**, leader dans l'alimentation des nourrissons.

■ **Le secteur des valeurs défensives a été porté de 13,3% à 14,2% des encours**, par l'introduction du distributeur à bas prix **Dollar Tree**. Inversement, nous avons soldé notre ligne Vertex dont le traitement contre l'hépatite C se voit concurrencé à prément.

■ **La thématique de l'innovation a été sensiblement réduite, passant de 10,7% des encours à 7,1%.** Les lignes Oracle, First Solar et Skyworks Solutions ont été intégralement cédées. Oracle a été vendue après que la société ait indiqué une faiblesse inattendue mais généralisée de son activité. Avec retard, nous avons dû nous rendre à l'évidence début octobre que malgré sa technologie de pointe, First Solar subit de plein fouet les augmentations de capacité chinoises et Skyworks pâtit de la décision d'**Apple** de moins faire appel à sa technologie dans l'iPhone 4S.

■ **Le secteur énergétique a vu son poids relevé de 12,2% à 13,9%** sous l'effet principal du renforcement de notre ligne **Enso** ainsi que de la revalorisation relative du secteur, bien positionné pour profiter de l'assouplissement monétaire en Chine et du rebond économique qui se poursuit aux Etats-Unis.

■ **Les mines d'or conservent leur pondération, à 14,4% des encours.** L'introduction dans ce poste d'une ligne **Franco-Nevada**, compense la perte de valeur des autres mines au cours du trimestre écoulé. L'activisme des Banques centrales à travers le monde nous incite à conserver notre couverture aurifère, d'autant que les mines d'or ont un important retard à rattraper vis-à-vis du métal.

■ **Le maintien d'une réserve de liquidités de 8,9%** contribue, à côté des mines d'or et des valeurs défensives, à un poste défensif représentant 37,6% du portefeuille, les deux autres tiers étant consacrés à des thématiques exposées à la croissance économique.

Ainsi constitué, le portefeuille de Carmignac Investissement doit tirer parti de l'amélioration constatée des conditions d'investissement en actions. Son absence d'exposition à l'euro le couvre contre le risque toujours présent d'une nouvelle aggravation de la situation en Europe, à laquelle la BCE répond désormais par des mesures contribuant à affaiblir la monnaie unique.

Parmi les meilleures progressions annuelles, soulignons celles de :

Valeurs	Performance
<b>Mastercard*</b> , services de paiement, Etats-Unis	+66%
<b>Hermès</b> , luxe, France	+47%
<b>Astra International</b> , automobiles, Indonésie	+36%
<b>Apple</b> , matériel informatique, Etats-Unis	+26%
<b>Randgold Resources</b> , or, Afrique	+24%

\* position partiellement réalisée au 31/12/2011

Performances cumulées (%)	Depuis le 31/12/2010	3 mois	6 mois	1 an	3 ans	5 ans	10 ans	Depuis la date de la 1 <sup>ère</sup> VL du Fonds
<b>Carmignac Investissement (A)</b>	-9,95	3,07	-1,72	-9,95	48,63	24,36	167,81	963,10
<b>Carmignac Investissement (E)</b>	-10,62	2,88	-2,08	-10,62	43,99	-	-	-
MSCI AC World (Eur, hors div.)	-6,39	10,31	-2,14	-6,39	40,86	-17,28	-14,41	97,39
Moyenne de la Catégorie*	-8,83	8,69	-4,50	-8,83	41,12	-11,12	-7,91	193,77
Classement (quartile)	3	4	2	3	2	1	1	1

\* Actions International Gdes Cap. Croissance

Il est rappelé que les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures et qu'elles ne sont pas constantes dans le temps.

#### Contribution à la performance brute trimestrielle (%)

Portefeuille	Dérivés Actions & Taux	Dérivés Devises	Total
6,38	-2,28	-0,66	3,44

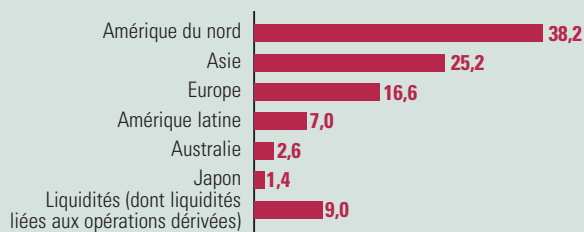
#### Value at Risk

Fonds	Indicateur de référence
99% - 20 jours (2 ans)	9,96%
	13,80%

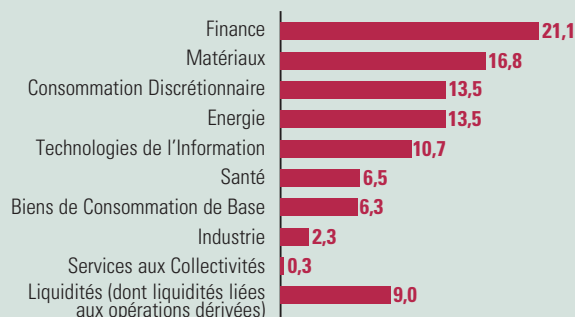
#### Statistiques (%)

	1 an	3 ans
Volatilité du Fonds	8,28	13,95
Volatilité de l'indicateur	12,35	14,22
Ratio de sharpe	-1,11	0,84
Bêta	0,34	0,63
Alpha	-0,68	0,53

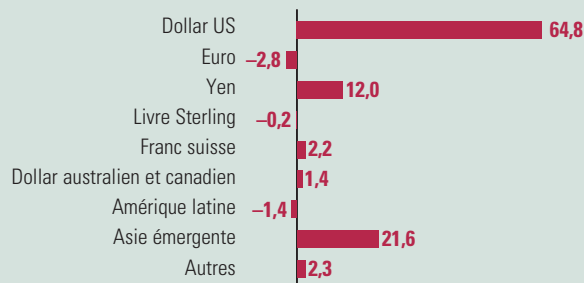
#### Répartition géographique (hors dérivés) (%)



#### Répartition sectorielle (hors dérivés) (%)



#### Exposition nette par devise du Fonds (%)



#### Portefeuille Carmignac Investissement au 31/12/2011

	Cours en devises	Valeur totale (€)	% actif net	
<b>LIQUIDITES, EMPLOIS DE TRESORERIE ET OPERATIONS SUR DERIVES</b>		<b>683 708 940,56</b>	<b>9,01</b>	
LIQUIDITES (DONT LIQUIDITES LIEES AUX OPERATIONS DERIVEES)		152 195 684,53	2,01	
120 000 000 US T-BILL 01/03/2012	Bon du Trésor en dollar	92 436 499,50	1,22	
340 000 000 US T-BILL 05/04/2012	Bon du Trésor en dollar	261 902 102,00	3,45	
230 000 000 US T-BILL 09/02/2012	Bon du Trésor en dollar	177 174 654,53	2,33	
<b>ACTIONS PAYS DEVELOPPES</b>		<b>4 460 261 277,54</b>	<b>58,78</b>	
<b>Amérique du nord</b>		<b>2 899 635 803,42</b>	<b>38,21</b>	
6 255 000 ANADARKO PETROLEUM	Energie	76,33	367 788 121,56	4,85
944 000 APPLE INC	Technologies de l'Information	405,00	294 511 420,10	3,88
1 853 000 CELGENE CORP	Santé	67,60	96 493 317,41	1,27
2 912 641 CHECK POINT SOFTWARE	Technologies de l'Information	52,54	117 883 263,21	1,55
358 900 CME GROUP	Finance	243,67	67 367 533,03	0,89
880 221 DOLLAR TREE INC	Consommation Discrétionnaire	83,11	56 353 400,85	0,74
1 900 000 ENSCO PLC	Energie	46,92	68 673 111,74	0,90
3 129 998 FMC TECHNOLOGIES INC	Energie	52,23	125 932 901,08	1,66
878 149 INTERCONTINENTALEXCHANGE INC	Finance	120,55	81 547 480,61	1,07
531 453 MASTERCARD	Technologies de l'Information	372,82	152 629 748,07	2,01
1 462 549 MEAD JOHNSON NUTRITION	Biens de Consommation de Base	68,73	77 434 035,18	1,02
5 297 100 NEWMONT MINING	Matériaux	60,01	244 870 755,31	3,23
2 622 496 SCHLUMBERGER	Energie	68,31	137 998 460,70	1,82

Portefeuille Carmignac Investissement au 31/12/2011 (suite)			Cours en devises	Valeur totale (€)	% actif net
1 456 123	YUM! BRANDS INC	Consommation Discrétionnaire	59,01	66 190 978,11	0,87
5 508 000	BARRICK GOLD	Matériaux	45,25	191 993 991,45	2,53
1 909 067	DETOUR GOLD	Matériaux	25,15	36 322 604,72	0,48
4 946 250	FIRST QUANTUM MINERALS LTD	Matériaux	20,05	75 025 390,55	0,99
1 866 440	FRANCO-NEVADA CORP	Matériaux	38,78	54 757 002,08	0,72
7 341 357	GOLDCORP INC	Matériaux	44,25	250 244 615,22	3,30
5 140 100	HUBBAY MINERALS INC	Matériaux	10,14	39 430 051,82	0,52
21 904 871	KINROSS GOLD CORP	Matériaux	11,40	185 017 155,75	2,44
2 390 000	POTASH CORP	Matériaux	41,28	75 999 845,93	1,00
21 523 279	URANIUM-1 INC	Energie	2,16	35 170 618,94	0,46
<b>Australie</b>				<b>195 086 139,27</b>	<b>2,57</b>
5 490 593	CSL	Santé	32,00	138 760 840,31	1,83
2 329 167	WOODSIDE PETROLEUM	Energie	30,62	56 325 298,96	0,74
<b>Japon</b>				<b>109 373 406,21</b>	<b>1,44</b>
927 350	FANUC LTD	Industrie	11 780,00	109 373 406,21	1,44
<b>Europe</b>				<b>1 256 165 928,64</b>	<b>16,55</b>
5 114 869	CIE FINANCIERE RICHEMONT (Suisse)	Consommation Discrétionnaire	47,51	200 187 351,67	2,64
1 540 387	ESSILOR SA (France)	Santé	54,55	84 028 110,85	1,11
371 068	HERMES INTERNATIONAL (France)	Consommation Discrétionnaire	230,35	85 475 513,80	1,13
5 289 708	JERONIMO MARTINS (Portugal)	Biens de Consommation de Base	12,79	67 655 365,32	0,89
1 469 500	LVMH (France)	Consommation Discrétionnaire	109,40	160 763 300,00	2,12
3 334 500	NESTLE SA (Suisse)	Biens de Consommation de Base	54,00	148 334 294,42	1,95
1 931 978	NOVO NORDISK AS (Danemark)	Santé	660,00	171 561 549,17	2,26
1 184 000	PERNOD RICARD (France)	Biens de Consommation de Base	71,66	84 845 440,00	1,12
1 658 000	RANDGOLD RESOURCES LTD (Mali)*	Matériaux	102,10	130 402 341,79	1,72
754 483	SAFT GROUPE SA (France)	Industrie	21,85	16 485 453,55	0,22
6 340 845	TULLOW OIL (Royaume-Uni)	Energie	14,02	106 427 208,07	1,40
<b>ACTIONS PAYS EMERGENTS</b>				<b>2 444 432 154,23</b>	<b>32,21</b>
<b>Amérique latine</b>				<b>530 632 758,55</b>	<b>6,99</b>
13 373 800	ALL AMERICA LATINA LOGISTICA (Brésil)	Industrie	9,30	51 366 526,94	0,68
814 000	AMBEV (Brésil)	Biens de Consommation de Base	36,09	22 630 096,68	0,30
1 086 676	BANCOLOMBIA (Colombie)	Finance	59,56	49 857 429,85	0,66
798 060	CREDICORP (Pérou)	Finance	109,47	67 298 561,95	0,89
15 163 165	CYRELA BRAZIL REALTY (Brésil)	Consommation Discrétionnaire	14,84	92 934 197,26	1,22
1 230 342	GRUPO PAO DE ACUCAR (Brésil)	Biens de Consommation de Base	36,43	34 527 103,23	0,45
238 830	HRT PARTICIPACOES EM PETROLEO (Brésil)	Energie	568,00	56 024 713,49	0,74
3 602 800	ITAU UNIBANCO (Brésil)	Finance	33,99	50 574 750,45	0,67
4 836 800	PACIFIC RUBIALES ENERGY CORP (Colombie)	Energie	18,73	68 535 207,47	0,90
11 163 686	ROSSI RESIDENCIAL (Brésil)	Finance	8,00	36 884 171,23	0,49
<b>Asie</b>				<b>1 913 799 395,68</b>	<b>25,22</b>
23 575 000	ASTRA INTERNATIONAL (Indonésie)	Consommation Discrétionnaire	74,00	148 207 758,04	1,95
1 550 000	BAIDU (Chine)	Technologies de l'Information	116,47	139 065 978,51	1,83
125 336 015	BANK CENTRAL ASIA (Indonésie)	Finance	8,00	85 183 089,21	1,12
63 663 662	BANK OF AYUDHYA (Thaïlande)	Finance	22,00	34 197 146,59	0,45
388 776 990	CHINA CONSTRUCTION BANK (Chine)	Finance	5,42	208 999 155,52	2,75
62 835 500	CHINA LIFE INSURANCE (Chine)	Finance	19,20	119 660 550,28	1,58
117 359 969	CHINA OVERSEAS LAND (Hong Kong)	Finance	12,98	151 091 269,53	1,99
14 213 000	DLF LIMITED (Inde)	Finance	183,10	37 749 729,65	0,50
65 563 252	GMR INFRASTRUCTURE (Inde)	Services aux Collectivités	21,00	19 971 906,63	0,26
264 741 100	GOME ELECTRICAL APPLIANCES (Chine)	Consommation Discrétionnaire	1,80	47 264 880,68	0,62
38 302 070	HANG LUNG PROPERTIES (Chine)	Finance	22,10	83 957 444,51	1,11
20 537 459	HOUSING DEVELOPMENT FINANCE (Inde)	Finance	652,05	194 252 789,58	2,56
343 267 500	ICBC (Chine)	Finance	4,61	156 956 138,05	2,07
16 354 493	ICICI BANK (Inde)	Finance	684,65	170 975 897,43	2,25
2 800 000	INFOSYS TECHNOLOGIES (Inde)	Technologies de l'Information	2 767,65	112 411 034,51	1,48
40 872 000	SUN ART RETAIL (Chine)	Biens de Consommation de Base	9,71	39 363 146,93	0,52
85 048 000	WYNN MACAU (Chine)	Consommation Discrétionnaire	19,50	164 491 480,03	2,17
<b>VALEUR DU PORTEFEUILLE</b>				<b>6 904 693 431,77</b>	<b>90,99</b>
<b>ACTIF NET</b>				<b>7 588 402 372,33</b>	<b>100,00</b>

\* Site de production