

CARMIGNAC

# Commodities

Rapport de Gestion au 31 mars 2012



D. Field

Actif net global du Fonds 1 126 805 210,69 €

Valeur liquidative de Carmignac Commodities (A) 323,14 €

Valeur liquidative de Carmignac Commodities (E) 99,82 €

Valeur liquidative de Carmignac Commodities (GBP) 76,39 £

Au cours d'un trimestre décevant, **Carmignac Commodities** a enregistré une performance de +0,43%, contre +2,71% pour son indicateur de référence. Les marchés actions internationaux ont affiché un net rebond durant la première partie du trimestre, à la faveur d'une embellie des statistiques économiques aux Etats-Unis et d'une stabilisation de la situation en Europe. En fin de trimestre, le secteur des ressources naturelles a été pénalisé par une conjoncture chinoise marquée par l'absence de signe d'amélioration de la demande de matières premières et par des statistiques économiques globalement moins bien orientées. Cet environnement s'est matérialisé en mars par un brutal repli boursier des secteurs des métaux de base et l'énergie. La performance trimestrielle du secteur des ressources naturelles s'est ainsi enregistrée en retrait par rapport à celle des marchés globaux.

La sous-performance du Fonds s'explique par un positionnement plus défensif que celui de l'indice, qui s'est avéré pénalisant dans ce contexte de reprise des marchés. En dépit de la hausse des cours de l'or, nos positions sur les mines aurifères se sont dépréciées. Enfin, des difficultés propres à des titres spécifiques ont contribué négativement à la performance.

## Mines d'or

L'augmentation des coûts reste une problématique majeure pour l'ensemble du secteur aurifère. L'inflation significative des cours du pétrole au premier trimestre a aggravé un contexte déjà délicat pour les compagnies minières, en particulier dans les zones privées de réseau électrique, comme en Afrique. Les compagnies aurifères africaines ont ainsi vu leurs dépenses de combustible doubler ces douze derniers mois. Au premier trimestre 2012, plusieurs producteurs d'or ont publié des communiqués faisant état d'une sensible augmentation de leurs coûts par rapport à l'année précédente, avec une incidence sur nos participations dans **Semafo** et **Canaco**. Comme indiqué dans notre précédent rapport, nous avons modifié la composition de notre portefeuille de valeurs aurifères pour atténuer ces risques. Nous avons renforcé notre exposition aux compagnies qui perçoivent des royalties et aux sociétés détentrices d'un avantage compétitif en termes de structure de coût, grâce par exemple à l'exploitation de gisements à teneur élevée. Cette stratégie a partiellement porté ses fruits. Si nos positions dans **Franco Nevada** et **Pretium** se sont appréciées dans le sillage du cours de l'or, la sous-performance de nos valeurs africaines a en revanche annulé le bénéfice de cette contribution positive à la performance. Notre exposition en Afrique a de plus subi les effets négatifs du coup d'Etat au Mali fin mars. Les titres de **Randgold** et **Avion** se sont lourdement repliés à l'annonce du changement de régime. Si une forte incertitude politique règne encore au Mali, les exploitations minières continuent de fonctionner normalement. A aucun moment le nouveau Pouvoir malien n'a exprimé son intention de nationaliser les mines ou de modifier le régime fiscal. En l'absence d'autres développements, nous estimons que la situation est appelée à évoluer favorablement dans les prochains mois.

Nous restons convaincus du potentiel d'appréciation des titres aurifères. Au prix actuel du métal jaune, leurs valorisations se situent à des niveaux planchers, au point qu'il est difficile d'imaginer de les voir diminuer davantage. Si la sous-performance de ces titres au cours du trimestre écoulé nous inspire une certaine vigilance, les incertitudes macro-économiques justifient pleinement le maintien d'une pondération aurifère, dont le statut d'actif refuge a vocation à protéger le portefeuille face à de possibles revirements du sentiment de marché.

## Energie

Plus forte pondération de notre poste énergie, nos valeurs de services pétroliers ont réalisé ce trimestre un beau parcours boursier et ont fortement contribué à la performance. Les activités de forages sous-marins en eaux profondes bénéficient d'une tendance structurellement porteuse.

Le développement de l'exploration et de la production au large des côtes de l'Afrique de l'Ouest, du Brésil et du nord de l'Australie, ainsi que la reprise de l'activité dans le golfe du Mexique, même après l'accident du puits Macondo, confirment ce dynamisme. Nos participations dans **Enso** et **Core Laboratories** offrent ainsi d'excellentes perspectives d'appréciation.

Dans le secteur des sociétés de production pétrolières et gazières, **Pacific Rubiales** a fortement rebondi ce trimestre. Les contraintes d'infrastructures qu'a connu la compagnie l'an dernier se sont finalement apaisées en décembre, lui permettant d'enregistrer de très bons résultats. Son programme d'exploration a en outre contribué à accroître sensiblement le volume de ses réserves.

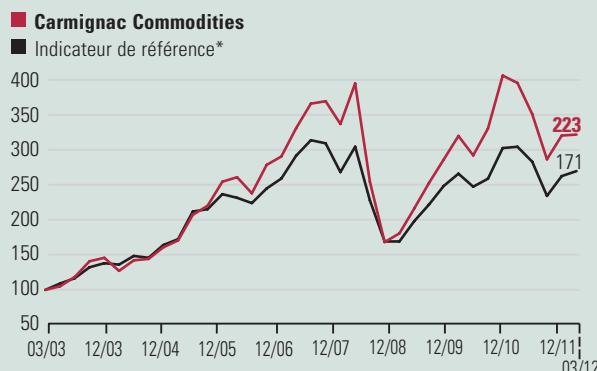
Après s'être adjugé plus de 150% l'an dernier, **Lundin Petroleum** a en revanche cédé une partie du terrain gagné au début de l'année 2012, en raison de l'échec d'un forage d'exploration. Bien que nous ayons allégé notre position, le repli du titre a pesé sur la performance du portefeuille. Nous restons confiants dans les perspectives du groupe en raison de la qualité de ses actifs et de la compétence de son équipe dirigeante. Pénalisée par la baisse des prix du gaz naturel aux Etats-Unis et par l'échec d'une opération de vente à la suite du retrait de son acquéreur potentiel, le titre de la compagnie américaine d'exploration gazière **Birchcliff** s'est également déprécié.

Nous avons continué à nous diversifier et à renforcer notre exposition à des sociétés plus défensives dans le segment des pipelines au cours du trimestre. Les gisements de schiste non conventionnels sont en train de transformer le marché américain de l'énergie, ce qui pourrait marquer le début d'une période de baisse durable des prix du gaz car les forages se poursuivent à un rythme élevé. L'exposition à des sociétés de pipelines constitue un excellent moyen de s'indexer à la hausse des volumes, sans subir le risque de baisse des prix. Nous avons renforcé notre participation dans **Enbridge** et initié une nouvelle position sur **MarkWest**, qui possède l'une des plus vastes infrastructures de distribution de gaz aux Etats-Unis.

## Métaux diversifiés

Nos positions en métaux diversifiés ont fortement contribué à la performance du Fonds ce trimestre, à la faveur de l'amélioration des statistiques économiques aux Etats-Unis. **First Quantum** a toutefois fait face à des problèmes de grèves et enregistré de ce fait un trimestre en demi-teinte.

### Évolution du Fonds depuis sa création



\*45% MSCI ACWF Oil and Gas (Eur, hors div.) + 5% MSCI ACWF Energy Equipment (Eur, hors div.) + 40% MSCI ACWF Metal and Mining (Eur, hors div.) + 5% MSCI ACWF Paper and Forest (Eur, hors div.) + 5% MSCI ACWF Food (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.

Malgré cette déception à court terme, nous restons convaincus que cette valeur reste le producteur de cuivre dont le potentiel d'appréciation d'ici 2015 est le plus important du marché. La difficulté du secteur minier à gérer l'inflation des coûts nous a toutefois encouragés à étudier un nouveau thème d'investissement : les sociétés de services miniers. A l'image des sociétés de services pétroliers, ces entreprises bénéficient de l'augmentation des budgets d'investissement des grandes compagnies minières. Nous avons initié des positions de petite taille sur des sociétés comme **Ausdrill** et **Boart Longyear**. Ces titres ont toutefois déjà enregistré de solides performances cette année, ce qui nous a conduits à limiter nos acquisitions, dans l'attente de meilleures opportunités au cours des prochains mois.

### Perspectives

De manière globale, Carmignac Commodities conserve un positionnement relativement prudent, caractérisé par le maintien de notre pondération sur les mines d'or ainsi que sur les compagnies pétrolières défensives. En dépit des incertitudes macro-économiques de court terme, le secteur des matières premières n'a pas perdu de son attrait. Certes, le rythme de croissance de la Chine et des marchés émergents s'est réduit par rapport aux niveaux qui prévalaient

lors de la décennie passée. Néanmoins, la demande de ressources naturelles continue de s'accroître en valeur absolue. De plus, les contraintes pesant sur l'offre n'ont pas disparu, comme en témoignent les budgets d'investissement sans cesse croissants des producteurs et les retards de mise en production de nouvelles capacités. Au cours de la prochaine décennie, il est vraisemblable que la demande s'orientera davantage vers les matières premières liées à la consommation, comme le pétrole. Ce processus sera néanmoins progressif. Ainsi, malgré les prévisions moins encourageantes de certains analystes à court terme, la thématique des ressources naturelles bénéficie indéniablement de tendances structurellement porteuses.

Parmi les meilleures progressions du trimestre, soulignons celles de :

Valeurs	Performance
<b>Pacific Rubiales Energy</b> , pétrole et gaz, Colombie	+56%
<b>Transglobe Energy</b> , pétrole et gaz, Canada	+50%
<b>Gran Tierra Energy</b> , pétrole et gaz, Colombie	+31%
<b>Uranium-1</b> , uranium, Kazakhstan	+28%
<b>African Minerals</b> , acier, Sierra Leone	+26%

Performances cumulées (%)	Depuis le 30/12/2011	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 Commodities</b>	0,43	0,43	12,34	-18,67	78,33	10,79	-	223,24
Indicateur de référence *	2,71	2,71	15,15	-11,44	59,56	4,10	-	170,74
Moyenne de la Catégorie**	3,21	3,21	12,19	-17,52	69,14	-2,26	-	183,82
Classement (quartile)	4	4	3	3	2	1	-	2

\* Indicateur composé de 45% MSCI ACWF Oil and Gas (Eur, hors div.), 5% MSCI ACWF Energy Equipment (Eur, hors div.),

40% MSCI ACWF Metal and Mining (Eur, hors div.), 5% MSCI ACWF Paper and Forest (Eur, hors div.) et 5% MSCI ACWF Food (Eur, hors div.).

\*\* Actions Secteur Ressources Naturelles

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.

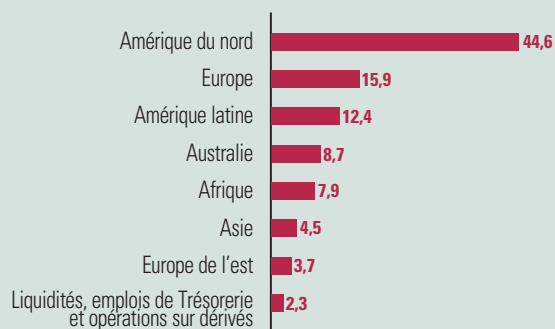
### Contribution à la performance brute trimestrielle (%)

Portefeuille	Dérivés Actions & Taux	Dérivés Devises	Total
1,65	-0,34	-0,42	0,89

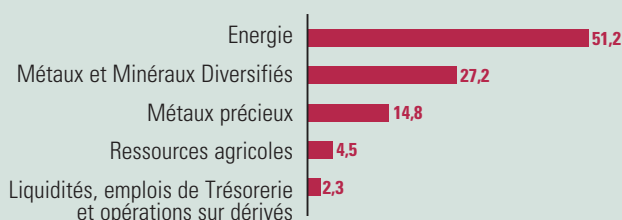
### Statistiques (%)

	1 an	3 ans
Volatilité du Fonds	25,91	22,97
Volatilité de l'indicateur	20,80	17,68
Ratio de sharpe	-0,75	0,90
Bêta	1,14	1,22
Alpha	-0,34	0,14

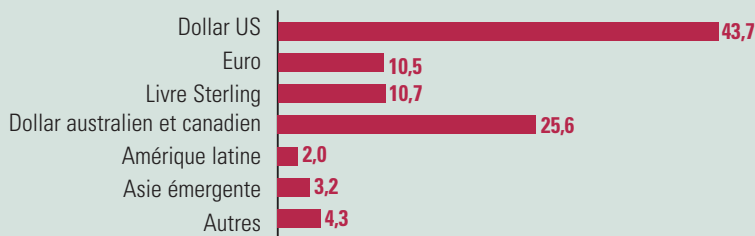
### Répartition géographique (hors dérivés) (%)



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



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



## Portefeuille Carmignac Commodities au 31/03/2012

			Cours en devises	Valeur totale (€)	% actif net
<b>LIQUIDITÉS, EMPLOIS DE TRÉSORERIE ET OPÉRATIONS SUR DÉRIVÉS</b>				<b>25 912 138,36</b>	<b>2,27</b>
LIQUIDITÉS (DONT LIQUIDITÉS LIÉES AUX OPÉRATIONS DÉRIVÉES)				25 912 138,36	2,27
<b>ACTIONS</b>				<b>1 100 893 072,33</b>	<b>97,73</b>
<b>Energie</b>				<b>576 624 945,81</b>	<b>51,19</b>
4 401 000	AMBIT ENERGY	Amérique du nord	0,42	1 394 195,29	0,12
479 500	ANADARKO PETROLEUM	Amérique du nord	78,34	28 207 576,78	2,50
7 934 000	BANKERS PETROLEUM	Europe de l'est	4,12	24 559 960,93	2,18
582 000	BAYTEX ENERGY TRUST	Amérique du nord	51,79	22 718 967,65	2,02
320 000	BG GROUP PLC	Europe	14,48	5 559 541,66	0,49
1 287 000	BIRCHCLIFF ENERGY LTD	Amérique du nord	7,25	7 010 593,94	0,62
680 500	CAMERON INTERNATIONAL CORP	Amérique du nord	52,83	26 996 181,57	2,40
12 123 800	CANACOL ENERGY LTD	Amérique latine	0,79	7 196 214,73	0,64
1 300 000	COASTAL ENERGY	Europe	15,61	15 247 004,02	1,35
520 000	CORE LABORATORIES	Europe	131,57	51 375 234,66	4,56
747 000	CRESCENT POINT ENERGY TRUST	Amérique du nord	42,94	24 197 030,31	2,15
989 000	ENBRIDGE	Amérique du nord	38,74	28 786 851,50	2,56
557 000	ENSCO PLC	Europe	52,93	22 138 627,32	1,97
975 328	GASFRAC ENERGY	Amérique du nord	7,51	5 503 372,24	0,49
6 053 000	GRAN TIERRA ENERGY	Amérique latine	6,29	28 590 050,31	2,54
24 000	HRT PARTICIPACOES EM PETROLEO	Amérique latine	632,26	6 246 085,45	0,55
2 203 000	LUNDIN PETROLEUM	Europe	141,80	35 352 711,84	3,14
8 389 000	MADAGASCAR OIL	Afrique	0,28	2 818 309,44	0,25
307 000	MARKWEST ENERGY	Amérique du nord	58,45	13 474 618,91	1,20
421 000	NATIONAL OILWELL	Amérique du nord	79,47	25 152 255,01	2,23
721 000	OCEANEERING	Amérique du nord	53,89	29 176 759,03	2,59
1 900 000	PACIFIC RUBIALES ENERGY CORP	Amérique latine	29,14	41 598 857,96	3,69
2 900 000	QGEF PARTICIPACOES	Amérique latine	13,25	15 816 662,55	1,40
700 000	SUBSEA 7	Europe	150,80	13 896 604,84	1,23
359 000	TRANSCANADA CORP	Amérique du nord	42,83	11 641 639,42	1,03
1 319 700	TRANSGLOBE ENERGY	Amérique du nord	12,08	11 977 892,48	1,06
1 243 500	TULLOW OIL	Europe	15,27	22 782 704,42	2,02
8 300 000	URANIUM-1 INC	Europe de l'est	2,77	17 274 127,50	1,53
485 000	VERMILION ENERGY	Amérique du nord	46,01	16 818 034,11	1,49
295 000	WALTER ENERGY	Amérique du nord	59,21	13 116 279,94	1,16
<b>Métaux et Minéraux Diversifiés</b>				<b>306 574 502,72</b>	<b>27,22</b>
4 315 000	AFRICAN MINERALS	Afrique	5,54	28 682 104,51	2,55
7 030 000	ATLAS IRON	Australie	2,88	15 749 824,97	1,40
2 900 000	AUSDRILL LTD	Australie	4,21	9 497 471,80	0,84
2 000 000	Boart Longyear Ltd.	Australie	4,16	6 472 189,81	0,57
442 250	CLIFF NATURAL RESOURCES	Amérique du nord	69,26	23 000 852,29	2,04
1 823 000	EURASIAN NATURAL RESOURCES	Europe	5,93	12 959 715,64	1,15
3 300 000	FIRST QUANTUM MINERALS LTD	Afrique	19,02	47 158 796,35	4,19
3 007 000	HUDBAY MINERALS INC	Amérique du nord	10,94	24 891 303,20	2,21
2 570 000	ILUKA RESOURCES	Australie	17,79	36 742 746,01	3,26
10 669 000	INDOCEMENT TUNGGAL PRAKARSA	Asie	18 450,00	16 165 064,17	1,44
9 600 000	LUNDIN MINING CORP	Amérique du nord	4,47	32 241 631,92	2,86
1 851 134	NRW HOLDINGS LTD	Australie	4,15	5 976 045,20	0,53
576 000	RIO TINTO PLC	Australie	34,46	24 124 956,50	2,14
1 788 000	XSTRATA	Amérique latine	10,68	22 911 800,35	2,03
<b>Métaux précieux</b>				<b>166 582 306,86</b>	<b>14,79</b>
10 605 200	AVION GOLD CORP	Amérique du nord	1,02	8 127 505,92	0,72
2 100 000	CONTINENTAL GOLD LTD	Amérique du nord	7,42	9 597 655,81	0,85
291 250	DETOUR GOLD	Amérique du nord	24,87	5 442 268,68	0,48
1 406 000	ELDORADO GOLD CORP	Asie	13,70	14 472 519,63	1,28
1 038 000	FRANCO-NEVADA CORP	Amérique du nord	42,89	33 449 656,26	2,97
600 000	NOVAGOLD RESOURCES INC	Amérique du nord	7,18	3 234 962,83	0,29
3 545 000	PRETIUM RESOURCES	Amérique du nord	14,19	36 568 391,00	3,25
154 000	RANDGOLD RESOURCES LTD	Afrique	87,98	10 174 153,34	0,90
2 394 900	SEMAFO	Amérique du nord	5,32	9 572 762,31	0,85
461 000	SILVER WHEATON CORP	Amérique latine	33,20	11 492 978,90	1,02
3 500 000	SIROCCO MINING	Amérique du nord	1,04	2 734 888,61	0,24
1 000 000	TAHOE RESOURCES	Amérique du nord	21,02	15 793 230,40	1,40
503 500	YAMANA GOLD INC	Amérique latine	15,62	5 921 333,17	0,53
<b>Ressources agricoles</b>				<b>51 111 316,94</b>	<b>4,54</b>
70 000	CF INDUSTRIES HOLDINGS	Amérique du nord	182,65	9 600 886,09	0,85
41 705 000	GOLDEN AGRI-RESOURCES	Asie	0,79	19 552 332,18	1,74
640 000	POTASH CORP	Amérique du nord	45,69	21 958 098,67	1,95
<b>VALEUR DU PORTEFEUILLE</b>				<b>1 100 893 072,33</b>	<b>97,73</b>
<b>ACTIF NET</b>				<b>1 126 805 210,69</b>	<b>100,00</b>