



E. Carmignac

Carmignac Investissement est un fonds actions internationales investi sur les places financières du monde entier; il est orienté vers la recherche d'une performance absolue et maximale à travers une gestion active et « non benchmarkée », sans contrainte a priori d'allocation par zone, secteur, type ou taille de valeurs.

GESTION ACTIONS GLOBALE

CARMIGNAC

Investissement

Rapport de Gestion au 30 juin 2009

Carmignac Investissement Part A

Actif net	3 885 143 460,37 €
Nombre de parts	580 585,16
Valeur de la part	6 691,77 €

Progression au cours du trimestre

Fonds	+15,5%
Indicateur	+14,7%

Progression sur 1 an

Fonds	-7,0%
Indicateur	-22,6%

Carmignac Investissement Part E

Actif net	265 851 255,15 €
Nombre de parts	2 554 530,69
Valeur de la part	104,07 €

Progression au cours du trimestre

Fonds	+14,4%
Indicateur	+14,7%

Progression sur 1 an

Fonds	-8,4%
Indicateur	-22,6%

Après un premier trimestre où le Fonds a connu une progression appréciable malgré des marchés difficiles, **Carmignac Investissement** aura tiré pleinement parti de leur très sensible amélioration ces trois derniers mois en enregistrant une hausse de 15,5%, légèrement supérieure à celle de son indice de référence (14,7%). Ce bon résultat trimestriel porte ainsi l'appréciation du Fonds à 22,7% sur le premier semestre, à comparer à celle de son indicateur (6,6%).

L'ampleur de la reprise des marchés en trois mois (de mars à mai) a peu de précédents. Est-elle justifiée par une amélioration aussi significative des perspectives de l'activité globale ? Et si cela était le cas, le portefeuille du Fonds est-il structuré pour continuer de bénéficier pleinement d'une poursuite éventuelle de la reprise des marchés ? Telles sont les interrogations auxquelles il nous semble devoir essayer de répondre en ce début juillet.

Analyse économique

Au terme de notre précédent rapport, nous écrivions : « *les bouleversements provoqués par la crise sont profonds et nombreux mais la conclusion la plus évidente et la plus utile pour l'investisseur est que cette crise est un accélérateur du rééquilibrage global. La purge des excès de dette des pays développés va durablement freiner leur croissance alors que le potentiel des émergents reste entier et leur autonomie va devoir s'affirmer* ». Le premier semestre de cette année est en soi une manifestation sans ambiguïté de la thèse du rééquilibrage global. Comme nous le développons dans le rapport de **Carmignac Patrimoine**, le redémarrage des pays développés est encore hésitant alors que les nations émergentes tirent leur épingle du jeu malgré la léthargie du commerce mondial. Dans les économies avancées, on attend encore le rebond des stocks et surtout de l'investissement, alors que l'on craint un tassement de la consommation lorsque l'effet positif de la désinflation sur le pouvoir d'achat sera épuisé. A contrario, dans l'univers émergent, les marges de manœuvre budgétaires ou monétaires pour faire face à un ralentissement durable restent importantes. La nette surperformance des bourses des pays neufs depuis les bas de marchés reflète leur meilleure adaptabilité aux conditions économiques adverses que nous traversons.

Les autorités politiques et surtout monétaires ont mis les moyens, notamment dans l'univers anglo-saxon, pour relancer la machine économique. Leur activisme ainsi que le succès du G20 ont finalement eu raison de l'état de panique qui dominait encore début mars. Le plan Geithner (PPIP) - décrit dans notre précédent rapport - visant à alléger les banques de leurs actifs douteux pourrait d'ailleurs avoir à n'être mis en œuvre que dans des proportions très limitées ; la nette amélioration des perspectives de valorisation de ces actifs par leurs détenteurs les incite en effet à les conserver. Simultanément les marchés, qui ont retrouvé leur rôle de pourvoyeurs de capitaux en souscrivant massivement aux augmentations de capital ou aux émissions obligataires des établissements bancaires imposées par le test de solidité financière du Trésor américain, ont contribué à améliorer la solvabilité des banques et à limiter les ventes forcées d'actifs. En outre, la pentification de la courbe des taux d'intérêt qui découle de la perception améliorée de l'avenir économique et du maintien des taux directeurs sur de très bas niveaux aide les banques commerciales à se refaire une santé : l'activité traditionnelle de transformation (emprunter à court terme pour prêter à long terme au gouvernement) est redevenue extrêmement lucrative. Les gains retirés couvriront les pertes à venir dans l'immobilier commercial et les cartes de crédit notamment et permettront de ne pas obérer la capacité des banques à prêter au secteur privé. Les statistiques américaines montrent cependant une baisse marquée de l'activité de crédit, avec une chute de l'encours de crédit du secteur privé. Faut-il s'en alarmer ? Nous ne le pensons pas. D'abord parce que cette baisse provient essentiellement du crédit octroyé hors du système bancaire (titrisation, AIG, Hedge Funds...) et ne reflète donc pas une fragilisation des banques. Ensuite parce que cette baisse de l'encours de crédit est la traduction de la réduction de l'effet de levier par laquelle doit passer l'incontournable assainissement financier des économies développées. Laisser se réduire l'encours de crédit sans anéantir la croissance économique constitue toute la difficulté des politiques économiques et monétaires mises en œuvre aujourd'hui ; l'obtention d'une sensible pentification de la courbe des taux est une première victoire. Elle constitue une réassurance sérieuse quant à la sortie de crise et justifie, notamment, la présence des banques américaines dans nos thèmes d'investissement.

Le manque de dynamisme du commerce international aurait pu affecter en priorité les pays émergents. Or s'il est vrai que les exportateurs typiques comme Taiwan ont vu leur PIB chuter dans des proportions jamais vues (-10% sur 12 mois), les économies les plus importantes ont montré une résistance étonnante, la Chine et l'Inde parvenant à maintenir un rythme de croissance autour de 6%. Même le Brésil, avec sa forte dépendance aux matières premières en tant que producteur et exportateur majeur, devrait parvenir à un taux de croissance 2009 proche de zéro ; le secteur bancaire public participe à cette résistance en facilitant l'accès au crédit. La croissance chinoise s'explique largement par le plan de relance décidé dès octobre 2008 et l'indienne par une croissance toujours forte de la production industrielle. Le facteur déterminant pour la Chine dans le contexte économique actuel consiste dans sa marge de manœuvre budgétaire qui rend très aisé tout coup de pouce gouvernemental dans l'hypothèse d'un ralentissement prononcé. Le résultat des dernières élections législatives en Inde qui ont évincé du pouvoir les partis extrémistes libèrera le potentiel de croissance à long terme du pays en accélérant le rythme des réformes. Quant au Brésil, sa marge de manœuvre est essentiellement monétaire ; les taux réels à court terme y sont encore de 4%. Ces pays n'ayant pas besoin de pratiquer une quelconque réduction de l'effet de levier, n'ont pas à souffrir de la réduction du taux de croissance potentiel qui a commencé à affecter les économies développées. Ils ont au contraire l'obligation – et les moyens ! – d'accélérer leur mutation économique vers davantage de consommation domestique et donc moins de dépendance vis-à-vis des importations des pays développés. Plus que jamais, la stratégie d'investissement consistant à aller chercher la croissance là où elle se trouve s'avèrera appropriée.

Entre les injections massives de liquidités dans les pays développés qui ne devraient cependant pas conduire à la résurgence de l'inflation (voir le rapport de **Carmignac Patrimoine**) et la résilience des pays émergents les plus significatifs, l'environnement nous semble favorable à la reprise de l'activité globale et à l'investissement en actions. Certes, la dépendance aux données macroéconomiques, américaines notamment, nourrit la volatilité car le profil de la reprise dans l'univers développé risque d'être heurté. Le restockage et l'investissement vont en effet devoir prendre le relais de la consommation dans une séquence qui n'avive pas les peurs inflationnistes ni ne fasse craindre la rechute économique. Une reprise forte et rapide de l'activité de stockage qui s'ajouterait à une consommation encore vaillante réveillerait l'hydre inflationniste du scénario de reprise brutale en « V », alors qu'un réveil trop tardif de la production pourrait laisser la croissance sans moteur actif si le chômage avait raison des bonnes dispositions actuelles du consommateur. Nous nous attendons à un scénario médian de redémarrage non inflationniste dont la mise en place ne sera pas linéaire.

Les marchés actions ont-ils pour autant pris trop d'avance par rapport à ce scénario de reprise ? Les sociétés américaines sont aujourd'hui valorisées à 16,3 fois leurs bénéfices moyens des 10 dernières années, soit leur valorisation médiane des 20 dernières années. Elles seraient ainsi à leur juste prix en données historiques, la dégradation des perspectives de l'économie outre-Atlantique pouvant néanmoins légitimer un multiple bénéficiaire plus faible. En revanche, les sociétés émergentes et de matières premières, malgré leur vive reprise récente et leurs perspectives nettement plus favorables, voient leurs estimations bénéficiaires pour 2009 valorisées 20% moins que celles de l'ensemble des titres inclus dans l'indice des bourses des pays avancés. **Renforcé à l'épreuve du feu de cette crise sans précédent, le rééquilibrage global est encore loin d'avoir convaincu les investisseurs...**

Stratégie d'investissement

Les marchés actions ayant pris de l'avance sur l'économie, nous avons décidé de réduire l'exposition de **Carmignac Investissement** au fur et à mesure de leur hausse au cours du trimestre écoulé. Ainsi, de **100%** au 31 mars, l'exposition a été ramenée à **93%**. Peu de ventes ont été opérées pour parvenir à cette réduction ; nous avons simplement décidé de ne pas convertir en investissements l'intégralité des flux entrants dont a bénéficié le Fonds. Nous attendons une correction éventuelle ou la publication d'indications plus encourageantes sur l'investissement aux Etats-Unis pour réexposer le Fonds aux thématiques les plus sensibles à la croissance économique. **Le poste liquidités et emplois de trésorerie effectif est ainsi passé de 0 à 7% des encours.**

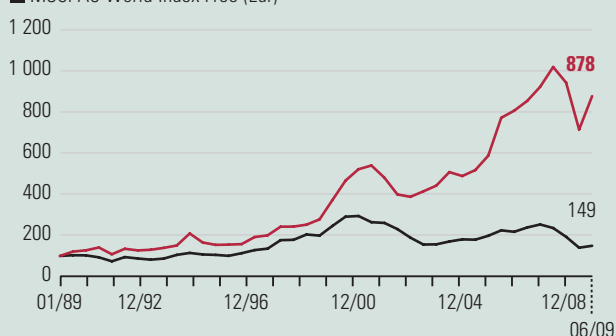
■ **L'amélioration du niveau de vie dans les pays émergents renforce sa position de thème principal dans notre gestion avec 27% des encours.** Les marges de manœuvre, budgétaires en Chine et monétaires au Brésil, ainsi que les perspectives très prometteuses ouvertes par les récentes élections indiennes confortent notre choix d'un positionnement concentré sur ces trois économies majeures de l'univers émergent. Ce thème n'a connu que très peu d'ajustements notables. La ligne **China Construction Bank** a été renforcée alors que nos positions japonaises, **Fanuc** et **Komatsu**, initiées pour leur aptitude à tirer parti de l'investissement dans les pays neufs, ont fait l'objet de prises de bénéfices.

Performances cumulées (%)	Depuis le 31/12/2008	3 mois	6 mois	1 an	3 ans	5 ans	10 ans	Depuis sa création le 26/01/1989
Carmignac Investissement Part A	22,74	15,48	22,74	-6,95	8,74	79,50	135,59	777,90
Carmignac Investissement Part E	21,29	14,35	21,29	-8,39	—	—	—	—
MSCI All Countries World Free (Eur)	6,60	14,74	6,60	-22,60	-31,33	-17,31	-39,37	49,38
Moyenne de la Catégorie*	10,93	14,87	10,93	-22,35	-27,77	-13,04	-33,48	132,93
Classement (quartile)	1	2	1	1	1	1	1	1

*Actions Globales Gdes Cap. Croissance

Évolution du Fonds depuis sa création

■ **Carmignac Investissement**
■ MSCI AC World Index Free (Eur)



Statistiques (%)

	1 an (52 s.)	3 ans (36 m.)
Volatilité du Fonds	29,89	20,07
Volatilité de l'indicateur	33,14	17,41
Ratio de sharpe	-0,31	-0,02
Bêta	0,79	0,81
Alpha	1,17	1,14

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.

■ **Le poste des ressources naturelles a connu une légère érosion, passant de près de 25% des encours à 23%** sous l'effet, principalement, d'une performance relative négative. L'attente par les marchés d'une confirmation de la reprise de l'investissement dans les pays développés pèse quelque peu et justifie la correction boursière des secteurs de l'énergie et des matériaux de base après leur très sensible surperformance depuis le début de l'année. Nous ne partageons pas ces doutes. Comme l'écrit le gérant de **Carmignac Commodities**, la Chine à elle seule « *représentait 25 à 30% de la demande de matières premières avant la crise. Compte tenu de l'affaiblissement des économies développées, cette part atteint désormais près de 40% voire davantage pour certaines d'entre elles* ». Les lignes **National Oilwell** et **Transocean** ont été renforcées, ce que nous entendons faire pour l'ensemble du poste en cas de faiblesse accrue. **Schlumberger** et **Petrobras** dans le secteur énergétique ont été complétées, de même que **BHP Billiton**, dans les matériaux de base.

■ **Nos positions acheteuses de banques américaines ont été complétées par la constitution d'une ligne d'actions Barclays, portant à près de 12% des encours le thème des banques anglo-saxonnes.** La banque britannique nous semble capable de sortir largement renforcée de la crise. La qualité de son contrôle des risques lui confère une solidité relative accrue qui la met en position de saisir les nombreuses opportunités qui se présentent dans ce secteur très affecté par la crise. Comme nous le développons dans notre analyse économique, les banques américaines qui ont assaini leur bilan se retrouvent également dans une situation concurrentielle particulièrement enviable alors que la pente de la courbe des taux leur permet actuellement de couvrir l'essentiel des pertes générées par leurs activités encore exposées aux effets de la crise.

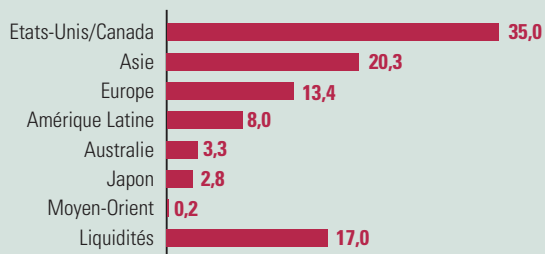
■ **Les mines d'or ont également vu leur pondération réduite de plus de 18% des encours à 13%**, par simple effet de dilution lié aux souscriptions dans le Fonds. Si nous estimons que l'or reste une excellente couverture à la fois contre les risques d'enlèvement de la crise et d'une reprise de l'inflation, nous pensons aussi que ces deux risques ont diminué au cours des derniers mois, réduisant l'attrait des investissements sur les valeurs refuges.

■ **Le poids des valeurs défensives est sensiblement stable avec 12% des encours.** L'ensemble de nos positions dans le secteur de la santé a été complété afin d'éviter la dilution liée aux souscriptions, à l'exception de notre position **Novo Nordisk**, réduite de moitié en raison d'incertitudes sur une nouvelle molécule et de **Beiersdorf** dont la direction a déçu nos attentes.

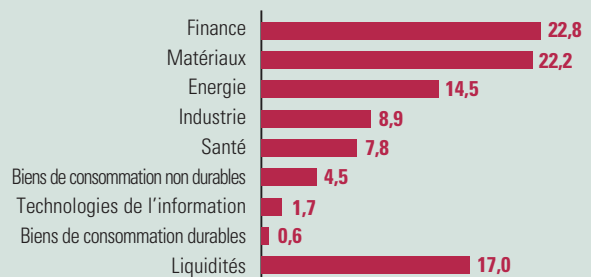
Carmignac Investissement conserve ainsi la structure « barbell » qui lui réussit si bien depuis le mois d'octobre de 2008. Avec 32% des encours consacrés à des investissements résolument défensifs (liquidités, or et secteurs défensifs) et 62% consacrés aux thèmes les mieux placés pour tirer parti du redémarrage économique, le Fonds devrait se montrer à la fois capable d'amortir les mouvements de repli et de bénéficier largement des périodes de hausse. Ainsi constitué, **Carmignac Investissement** devrait continuer à tirer son épingle du jeu dans l'environnement particulièrement heurté que les marchés connaissent depuis deux ans déjà.

Valeurs	Performance
ICICI Bank , banque, Inde	+117%
Addax Petroleum Corp , énergie, Canada	+81%
Housing Development Finance , services financiers, Inde	+66%
Cyrela Brazil Realty , promoteur immobilier, Brésil	+62%
China Overseas Land , promoteur immobilier, Chine	+48%

Répartition par zone géographique (%)



Répartition sectorielle (%)



Portefeuille Carmignac Investissement au 30/06/2009

	Cours en devises	Valeur totale (€)	% actif net	
LIQUIDITES ET EMPLOIS DE TRESORERIE		706 639 411,67	17,02	
LIQUIDITES		49 758 155,36	1,20	
PENSION LIVREE		506 888 085,01	12,21	
150 000 000 CNCEP 03/07/2009	Certificat de dépôt en euro	0,85	3,61	
ACTIONS PAYS DEVELOPPES		2 261 996 073,65	54,49	
Australie		138 290 043,48	3,33	
4 745 000 BHP BILLITON PLC	Matériaux	13,64	75 991 311,49	1,83
3 362 000 CSL	Produits pharmaceutiques et biotechnologiques	32,15	62 298 731,99	1,50
Etats-Unis		927 272 884,76	22,34	
1 211 000 ALNYLAM PHARMA INC	Produits pharmaceutiques et biotechnologiques	22,27	19 227 155,74	0,46
686 000 CELGENE CORP	Produits pharmaceutiques et biotechnologiques	47,84	23 397 312,23	0,56
1 104 508 FIRST SOLAR	Biens d'équipement	162,12	127 660 383,53	3,08
3 498 000 FREEPORT MCMORAN COP. & GOLD	Matériaux	50,11	124 966 869,85	3,01
1 316 000 GENZYME GENL DIV	Produits pharmaceutiques et biotechnologiques	55,67	52 230 934,30	1,26
3 300 000 NATIONAL OILWELL	Energie	32,66	76 838 840,77	1,85
3 706 667 NEWMONT MINING	Matériaux	40,87	108 003 764,51	2,60
4 521 496 SCHLUMBERGER	Energie	54,11	174 425 657,55	4,20
5 457 408 SMITH INTERNATIONAL	Energie	25,75	100 187 684,74	2,41
2 272 000 TRANSOCEAN INC	Energie	74,29	120 334 281,54	2,90

Portefeuille Carmignac Investissement au 30/06/2009 (suite)			Cours en devises	Valeur totale (€)	% actif net
Canada				523 340 470,94	12,61
1 613 430	ADDAX PETROLEUM CORP	Energie	49,33	48 860 003,01	1,18
838 000	AGNICO EAGLE MINES LTD	Matériaux	52,48	31 353 680,53	0,76
4 212 922	BARRICK GOLD CORP	Matériaux	33,55	100 768 925,32	2,43
5 076 557	GOLDCORP INC	Matériaux	34,75	125 769 333,58	3,03
10 570 730	KINROSS GOLD CORP	Matériaux	18,15	136 783 053,15	3,30
1 203 000	POTASH CORP	Matériaux	93,05	79 805 475,35	1,92
Japon				117 083 571,32	2,82
2 352 500	CANON	Matériel et équipement informatique	3 160,00	54 929 740,86	1,32
560 900	FANUC LTD	Biens d'équipement	7 760,00	32 161 625,95	0,77
2 720 500	KOMATSU	Biens d'équipement	1 492,00	29 992 204,51	0,72
Europe				556 009 103,15	13,39
1 422 000	ACTELION LTD (Suisse)	Produits pharmaceutiques et biotechnologiques	56,85	52 992 920,35	1,28
22 900 373	BARCLAYS PLC (Royaume-Uni)	Banques	2,83	76 092 586,11	1,83
2 542 000	NESTLE SA (Suisse)	Produits alimentaires, boisson et tabac	40,92	68 186 588,00	1,64
511 000	NOVO NORDISK AS (Danemark)	Produits pharmaceutiques et biotechnologiques	287,00	19 693 698,05	0,47
2 099 374	RECKITT BENCKISER (Royaume-Uni)	Produits domestiques et de soins personnels	27,66	68 179 740,33	1,64
958 000	ROCHE HOLDINGS (Suisse)	Produits pharmaceutiques et biotechnologiques	147,70	92 754 244,51	2,23
2 956 000	UNILEVER (Pays-Bas)	Produits alimentaires, boisson et tabac	17,17	50 739 740,00	1,22
1 073 000	VESTAS WIND SYSTEMS (Danemark)	Biens d'équipement	380,50	54 825 027,86	1,32
9 400 000	XSTRATA (Royaume-Uni)	Matériaux	6,57	72 544 557,94	1,75
ACTIONS PAYS EMERGENTS				1 182 359 230,20	28,48
Asie				843 723 228,17	20,33
1 760 000	ALIBABA GROUP HOLDING CIE (Chine)	Distribution	10,00	12 547 677,61	0,30
10 184 129	BANGKOK BANK (Thaïlande)	Banques	108,00	23 015 799,52	0,55
63 663 662	BANK OF AYUDHYA (Thaïlande)	Banques	14,50	19 316 926,93	0,47
2 534 000	BHARAT HEAVY (Inde)	Biens d'équipement	2 204,05	83 118 596,84	2,00
171 000 000	CHINA CONSTRUCTION BANK (Chine)	Banques	6,01	94 540 319,76	2,28
31 454 000	CHINA LIFE INSURANCE (Chine)	Assurance	28,50	82 464 537,38	1,99
63 828 969	CHINA OVERSEAS LAND (Hong Kong)	Immobilier	18,00	105 690 710,91	2,55
10 714 763	GMR INFRASTRUCTURE LTD (Inde)	Biens d'équipement	141,85	22 619 451,04	0,54
28 651 070	HANG LUNG PROPERTIES (Hong Kong)	Immobilier	25,65	67 604 359,05	1,63
3 599 984	HOUSING DEVELOPMENT FINANCE (Inde)	Banques	2 344,75	125 622 369,25	3,03
14 217 875	ICICI BANK LTD (Inde)	Banques	722,20	152 813 789,38	3,68
1 883 000	MEDIATEK (Taiwan)	Semi-conducteurs	392,00	16 039 147,43	0,39
59 159 000	NINE DRAGONS PAPER (Hong Kong)	Matériaux	5,12	27 863 602,75	0,67
189 618 418	REXLOT HOLDINGS (Hong Kong)	Hôtels, restaurants et loisirs	0,60	10 465 940,32	0,25
Amérique Latine				331 876 835,33	8,00
7 276 895	BANRISUL (Brésil)	Banques	7,90	20 912 899,89	0,50
12 788 665	CYRELA BRAZIL REALTY (Brésil)	Immobilier	14,85	69 086 428,70	1,66
9 063 932	EMPRESAS ICA (Mexique)	Biens d'équipement	22,60	11 088 735,01	0,27
12 852 454	GROUPO BANORTE (Mexique)	Banques	32,05	22 298 262,28	0,54
5 003 525	ITAU UNIBANCO (Brésil)	Banques	31,10	56 607 962,28	1,36
3 611 268	PETROLEO BRASILEIRO ADR (Brésil)	Energie	40,98	82 437 215,27	1,99
10 553 686	ROSSI RESIDENCIAL (Brésil)	Immobilier	8,20	31 481 765,51	0,76
6 023 710	YAMANA GOLD INC (Brésil)	Matériaux	8,84	37 963 566,39	0,91
Moyen-Orient				6 759 166,70	0,16
26 262 452	DP WORLD LIMITED (Emirats Arabes Unis)	Transports	0,36	6 759 166,70	0,16
VALEUR DU PORTEFEUILLE				3 444 355 303,85	82,98
ACTIF NET				4 150 994 715,52	100,00