

CARMIGNAC

Commodities

Rapporto di gestione al 31 marzo 2012



D. Field

Patrimonio netto globale del Fondo	€1.126.805.210,69	NAV di Carmignac Commodities (A)	€323,14
		NAV di Carmignac Commodities (E)	€99,82
		NAV di Carmignac Commodities (GBP)	£76,39

In un trimestre deludente, **Carmignac Commodities** ha riportato una performance del +0,43%, contro il +2,71% del suo indice di riferimento. I mercati azionari internazionali hanno registrato una netta ripresa durante la prima parte del trimestre, grazie ad un miglioramento delle statistiche economiche degli Stati Uniti e ad una stabilizzazione della situazione in Europa. A fine trimestre, il settore delle risorse naturali è stato penalizzato da una congiuntura cinese caratterizzata dal mancato miglioramento della domanda di materie prime e da dati economici orientati, nel complesso, meno positivamente. In marzo, questo contesto si è materializzato in una brusca flessione di borsa dei settori dei metalli di base e dell'energia. La performance trimestrale del settore delle risorse naturali ha quindi registrato una flessione rispetto a quella dei mercati globali.

La sottoperformance del Fondo è riconducibile ad un posizionamento più difensivo rispetto a quello dell'indice, che in questo contesto di ripresa dei mercati si è rivelato penalizzante. Nonostante il rialzo del prezzo dell'oro, le nostre posizioni sulle miniere aurifere hanno subito un deprezzamento. Per finire, sulla performance hanno inciso alcune difficoltà particolari relative a titoli specifici.

Miniere aurifere

L'aumento dei costi resta una problematica considerevole per il settore aurifero nel suo complesso. La significativa inflazione del prezzo del petrolio nel primo trimestre ha peggiorato un contesto già delicato per le società minerarie, in particolare nelle zone prive di rete elettrica, come l'Africa. Le società aurifere africane hanno pertanto visto raddoppiare le spese per il combustibile negli ultimi dodici mesi. Nel primo trimestre 2012 diversi produttori d'oro hanno pubblicato comunicati che evidenziavano un notevole aumento dei costi rispetto all'anno precedente. Questa situazione ha inciso sulle nostre partecipazioni in **Semafo** e **Canaco**.

Come illustrato nella nostra precedente relazione, per ridurre tali rischi abbiamo modificato la composizione del portafoglio di titoli auriferi. Abbiamo rafforzato la nostra esposizione verso società che ricevono royalties e verso società che detengono un vantaggio competitivo in termini di struttura dei costi, ad esempio grazie allo sfruttamento di giacimenti di alta qualità. Tale strategia ha, in parte, dato i suoi frutti. Se le nostre posizioni in **Franco Nevada** e **Pretium** si sono apprezzate sulla scia della quotazione dell'oro, la sottoperformance dei titoli africani ha annullato il vantaggio di questo contributo positivo alla performance. La nostra esposizione in Africa ha, inoltre, risentito degli effetti del colpo di Stato in Mali a fine marzo. I titoli **Randgold** e **Avion** hanno subito una pesante flessione all'annuncio del cambio di regime. Nonostante in Mali regni ancora una forte incertezza politica, lo sfruttamento delle miniere prosegue normalmente. Le nuove autorità maliane non hanno mai dichiarato di voler nazionalizzare le miniere o modificare il regime fiscale. In mancanza di altri sviluppi, riteniamo che la situazione sia destinata ad evolversi positivamente nei prossimi mesi.

Restiamo convinti del potenziale di apprezzamento dei titoli auriferi. Al prezzo attuale del metallo giallo, le loro valutazioni si collocano a livelli minimi, al punto che risulta difficile immaginare di vederle diminuire ulteriormente. Sebbene la sottoperformance di questi titoli nel corso del trimestre appena trascorso ci induca alla massima attenzione, le incertezze macroeconomiche giustificano pienamente il mantenimento dell'esposizione nell'aurifero. La natura di bene rifugio del metallo giallo è volta a proteggere il portafoglio contro le possibili inversioni di tendenza del sentiment di mercato.

Energia

Questo trimestre, grazie alla maggiore ponderazione della componente energia, i nostri titoli dei servizi petroliferi hanno registrato un buon andamento sul mercato azionario, contribuendo in misura determinante alla performance. Le attività di trivellazione off shore in acque profonde beneficiano di una tendenza strutturalmente favorevole.

Lo sviluppo dell'esplorazione e della produzione al largo delle coste dell'Africa Occidentale, del Brasile e dell'Australia del Nord, oltre che la ripresa dell'attività nel Golfo del Messico (anche dopo l'incidente del pozzo di Macondo), confermano tale dinamismo. Pertanto, le nostre partecipazioni in **Enso** e **Core Laboratories** offrono ottime prospettive di apprezzamento.

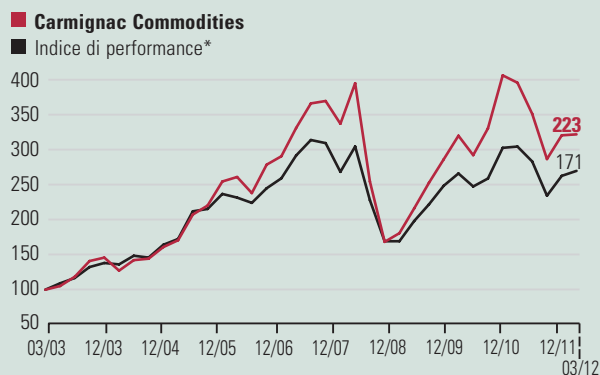
Nel settore delle società di estrazione di petrolio e gas, **Pacific Rubiales** ha segnato un ottimo rialzo questo trimestre. I vincoli strutturali in cui la società si era imbattuta l'anno scorso si sono finalmente allentati nel mese di dicembre, consentendole di realizzare ottimi risultati. I programmi di esplorazione condotti dalla società hanno inoltre contribuito ad incrementarne sensibilmente le riserve. Dopo aver registrato un rialzo superiore al 150%, l'anno scorso, nel 2012 **Lundin Petroleum** ha invece parzialmente annullato quanto guadagnato, a causa del fallimento di una trivellazione esplorativa. Nonostante avessimo ridotto la nostra posizione, la flessione del titolo ha inciso sulla performance del portafoglio. Non perdiamo tuttavia fiducia nelle prospettive del gruppo, poiché non solo dispone di assets di alta qualità, ma anche di un management molto competente. Penalizzato dal ribasso del prezzo del gas naturale negli Stati Uniti e dal fallimento di un'operazione di vendita (dovuta al ritiro del potenziale acquirente), anche il titolo della società statunitense di esplorazione di gas **Birchcliff** ha subito un deprezzamento.

Nel corso del trimestre abbiamo continuato a diversificare ed a rafforzare la nostra esposizione verso società più difensive nel segmento degli oleodotti. I giacimenti di scisti non convenzionali stanno trasformando il mercato americano dell'energia, un evento che potrebbe determinare l'inizio di un lungo periodo di ribasso nei prezzi del gas, poiché le trivellazioni si susseguono ad un ritmo serrato. L'esposizione verso società del segmento degli oleodotti costituisce un ottimo metodo per indicizzarsi al rialzo dei volumi, senza subire il rischio di ribasso dei prezzi. Abbiamo rafforzato la nostra partecipazione in **Enbridge** e aperto una nuova posizione in **MarkWest**, che detiene una delle più vaste infrastrutture di distribuzione di gas negli Stati Uniti.

Metalli diversificati

Questo trimestre le nostre posizioni in metalli diversificati hanno contribuito notevolmente alla performance del Fondo, grazie al miglioramento delle statistiche economiche negli Stati Uniti. **First Quantum** ha dovuto tuttavia affrontare problemi di scioperi registrando, per questo, un trimestre mediocre. Nonostante

Andamento del Fondo dalla sua costituzione



* Indice composto da 45% MSCI ACWF Oil and Gas (Eur), 5% MSCI ACWF Energy Equipment (Eur), 40% MSCI ACWF Metal and Mining (Eur), 5% MSCI ACWF Paper and Forest (Eur) e 5% MSCI ACWF Food (Eur). (Senza reinvestimento dei dividendi). Non vi è garanzia di uguali rendimenti e questi ultimi non sono costanti nel tempo.

questa delusione nel breve termine, siamo convinti che il titolo di questo produttore di rame sia quello con il maggior potenziale di apprezzamento sul mercato fino al 2015. La difficoltà di gestione dell'inflazione dei costi del settore minerario ci ha tuttavia incoraggiati a studiare un nuovo tema d'investimento: le società di servizi minerari. Come le società di servizi petroliferi, queste imprese beneficiano dell'aumento degli investimenti delle grandi società minerarie. Abbiamo aperto posizioni di piccole dimensioni in società come **Ausdrill** e **Boart Longyear**. Questi titoli hanno comunque già registrato solide performance quest'anno, inducendoci a limitare l'esposizione in attesa di migliori opportunità nel corso dei prossimi mesi.

Prospettive

Globalmente, Carmignac Commodities conserva un posizionamento abbastanza prudente, caratterizzato dal mantenimento dell'esposizione alle miniere aurifere e alle società petrolifere difensive. Malgrado le incertezze macroeconomiche di breve termine, il settore delle materie prime non ha perso di attrattiva. Di sicuro, il ritmo di crescita della Cina e dei mercati emergenti si è ridotto rispetto ai livelli registrati nel decennio scorso. Tuttavia, la domanda di risorse naturali continua a crescere in valore assoluto. Inoltre, i vincoli gravanti sull'offerta non sono

scomparsi, come testimoniano la crescita incessante degli investimenti da parte dei produttori ed i ritardi nella messa in produzione di nuove risorse. Nel corso del prossimo decennio, la domanda si orienterà verosimilmente verso materie prime collegate al consumo, come il petrolio. Si tratterà comunque di un processo graduale.

Quindi, nonostante le previsioni poco incoraggianti di alcuni analisti a breve termine, la tematica delle risorse naturali beneficia innegabilmente di tendenze strutturalmente favorevoli.

Tra i protagonisti dei rialzi più consistenti del trimestre, ricordiamo:

Titoli	Performance
Pacific Rubiales Energy , petrolio e gas, Colombia	+56%
Transglobe Energy , petrolio e gas, Canada	+50%
Gran Tierra Energy , petrolio e gas, Colombia	+31%
Uranium-1 , uranio, Kazakistan	+28%
African Minerals , acciaio, Sierra Leone	+26%

Performance cumulate (%)	Dal 30/12/2011	3 mesi	6 mesi	1 anno	3 anni	5 anni	10 anni	Dalla data di prima valorizzazione
Carmignac Commodities	0,43	0,43	12,34	-18,67	78,33	10,79	-	223,24
Indice di riferimento*	2,71	2,71	15,15	-11,44	59,56	4,10	-	170,74
Media della categoria**	3,21	3,21	12,19	-17,52	69,14	-2,26	-	183,82
Classificazione (quartile)	4	4	3	3	2	1	-	2

* Indice composto da 45% MSCI ACWF Oil and Gas (Eur), 5% MSCI ACWF Energy Equipment (Eur), 40% MSCI ACWF Metal and Mining (Eur), 5% MSCI ACWF Paper and Forest (Eur) e 5% MSCI ACWF Food (Eur). (Senza reinvestimento dei dividendi).

**Azionari Settore Risorse Naturali.

Non vi è garanzia di uguali rendimenti e questi ultimi non sono costanti nel tempo.

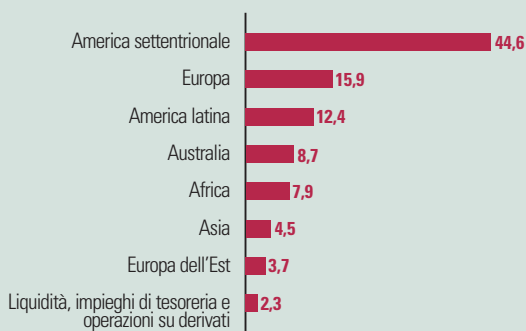
Contributo alla performance lorda trimestrale (%)

Portafoglio	Derivati Azioni e Obbligazioni	Derivati Valute	Totale
1,65	-0,34	-0,42	0,89

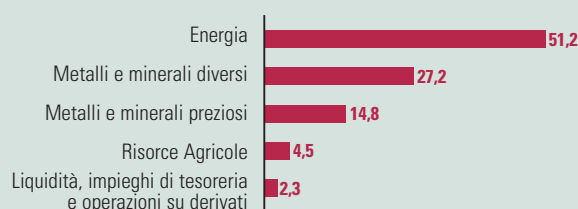
Statistiche (%)

	1 anno	3 anni
Volatilità del Fondo	25,91	22,97
Volatilità dell'indice	20,80	17,68
Sharpe Ratio	-0,75	0,90
Beta	1,14	1,22
Alfa	-0,34	0,14

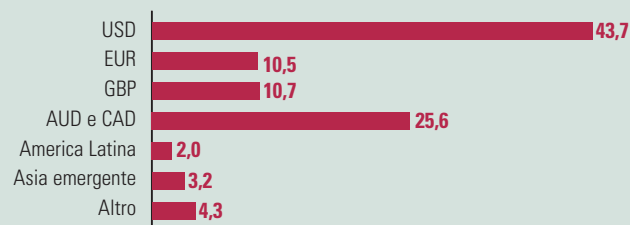
Ripartizione per area geografica (derivati esclusi) (%)



Ripartizione settoriale (derivati esclusi) (%)



Esposizione netta del Fondo per valuta (%)



Portafoglio Carmignac Commodities al 31/03/2012

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