



E. Carmignac

Carmignac Investissement è un fondo azionario internazionale che investe sulle piazze finanziarie di tutto il mondo; è orientato alla ricerca di una performance assoluta e massima mediante una gestione attiva e non "indicizzata", libera da vincoli a priori di allocazione per zona, settore, tipo o entità dei titoli.

GESTIONE AZIONARIA GLOBALE

CARMIGNAC

Investissement

Rapporto di gestione al 30 giugno 2009

Carmignac Investissement Quota A

Patrimonio netto	€3.885.143.460,37
Numero di quote	580.585,16
Valore della quota	€6.691,77

Variazione nel trimestre

Fondo	+15,5%
Indicatore	+14,7%

Variazione da inizio anno

Fondo	-7,0%
Indicatore	-22,6%

Carmignac Investissement Quota E

Patrimonio netto	€265.851.255,15
Numero di quote	2.554.530,69
Valore della quota	€104,07

Variazione nel trimestre

Fondo	+14,4%
Indicatore	+14,7%

Variazione da inizio anno

Fondo	-8,4%
Indicatore	-22,6%

Dopo il notevole rialzo registrato dal Fondo nel primo trimestre nonostante mercati difficili, negli ultimi tre mesi **Carmignac Investissement** ha approfittato appieno del loro miglioramento particolarmente sensibile, registrando un rialzo del 15,5%, appena superiore a quello del suo indice di riferimento (14,7%). Questo buon risultato trimestrale porta così l'apprezzamento del Fondo al 22,7% nel primo semestre, a fronte del 6,6 dell'indice.

La portata della ripresa dei mercati in tre mesi (da marzo a maggio) è praticamente senza precedenti. È giustificata da un miglioramento altrettanto significativo delle prospettive dell'attività globale? E se così fosse, il portafoglio del Fondo è strutturato in modo tale da continuare a beneficiare pienamente di un eventuale proseguimento della ripresa dei mercati? Questi sono i quesiti ai quali ci sembra doveroso trovare risposta a questo inizio di luglio.

Analisi economica

Nella conclusione del rapporto precedente, scrivevamo: *"gli sconvolgimenti provocati dalla crisi sono profondi e molteplici, ma la conclusione più evidente e più utile per gli investitori è che questa crisi è un acceleratore del riequilibrio globale. La purga degli eccessi di debito dei paesi sviluppati ne frenerà a lungo la crescita, mentre il potenziale dei paesi emergenti rimane intatto e la loro autonomia dovrà affermarsi"*. Il primo semestre di quest'anno è in sé una manifestazione chiara della tesi del riequilibrio globale. Come illustrato nel rapporto di **Carmignac Patrimoine**, la ripresa dei paesi sviluppati è ancora incerta, mentre le nazioni emergenti se la cavano bene nonostante un commercio mondiale letargico. Nelle economie avanzate, è ancora attesa la ripresa degli stock e soprattutto dell'investimento, mentre si teme una contrazione nei consumi quando l'effetto positivo della disinflazione sul potere d'acquisto si dissolverà. Al contrario, nell'universo emergente, i margini di manovra di bilancio o monetari per far fronte ad un rallentamento durevole restano ampi. La netta sovraperformance delle borse dei paesi emergenti dopo i minimi raggiunti dai mercati riflette una loro migliore adattabilità alle condizioni economiche avverse che stiamo attraversando.

Le autorità politiche e soprattutto monetarie hanno fornito i mezzi, in particolare nell'universo anglosassone, per rilanciare la macchina economica. Il loro attivismo nonché il successo del G20 hanno avuto la meglio sullo clima di panico ancora preponderante ad inizio marzo. Il piano Geithner (PPIP) - descritto nel nostro rapporto precedente - che mira ad alleggerire le banche dai loro attivi tossici potrebbe peraltro essere attuato solo in proporzioni molto limitate; il netto miglioramento delle prospettive di valutazione di questi attivi da parte

dei loro detentori li esorta infatti a conservarli. Contemporaneamente i mercati, che hanno ritrovato il loro ruolo di finanziatori via sottoscrizioni massicce agli aumenti di capitale o alle emissioni obbligazionarie degli istituti bancari imposti dagli stress test del Tesoro statunitense, hanno contribuito a migliorare la solvibilità delle banche e a limitare le vendite forzate di attivi. Inoltre, l'irrigidimento della curva dei tassi di interesse, conseguente a una migliore percezione del futuro economico e al mantenimento dei tassi di riferimento a livelli molto bassi, aiuta le banche commerciali a riprendersi: l'attività tradizionale di trasformazione (chiedere prestiti a breve termine per prestare a lungo termine al governo) è tornata ad essere straordinariamente lucrativa. Gli utili ricavati copriranno le future perdite nell'immobiliare commerciale e nelle carte di credito in particolare, e permetteranno di non intralciare la capacità delle banche di erogare prestiti al settore privato. Le statistiche statunitensi dimostrano tuttavia una netta flessione dell'attività di credito, con un crollo del volume globale di credito del settore privato. Bisogna allarmarsi? Non pensiamo sia il caso. Innanzitutto perché questa flessione proviene essenzialmente dal credito concesso al di fuori del sistema bancario (cartolarizzazione, AIG, Hedge Funds, ecc.) e non riflette pertanto una fragilità delle banche. In secondo luogo, perché questa flessione del volume globale di credito è il riflesso della riduzione dell'effetto leva tramite il quale deve inevitabilmente passare il risanamento finanziario delle economie sviluppate. Lasciare che il volume globale di credito si riduca senza annientare la crescita economica costituisce la principale difficoltà delle politiche economiche e monetarie attualmente in vigore; il conseguimento di un sensibile irrigidimento della curva dei tassi rappresenta una prima vittoria. Questa è una seria nuova garanzia per uscire dalla crisi e giustifica, in particolare, la presenza delle banche statunitensi nei nostri temi di investimento.

Il mancato dinamismo nel commercio internazionale avrebbe potuto colpire prioritariamente i paesi emergenti. Però, se è vero che gli esportatori tipici come Taiwan hanno subito un crollo del Pil in proporzioni mai viste prima (-10% in 12 mesi), le economie più importanti hanno dimostrato una resistenza straordinaria, con Cina e India che sono riuscite a mantenere un ritmo di crescita di circa il 6%. Persino il Brasile, particolarmente dipendente dalle materie prime in quanto produttore ed esportatore di maggior rilievo, dovrebbe raggiungere un tasso di crescita nel 2009 prossimo allo zero; il settore bancario pubblico partecipa a questa resistenza facilitando l'accesso al credito. La crescita cinese è ampiamente riconducibile al piano di rilancio stabilito da ottobre 2008 e quella indiana ad una crescita sempre forte della produzione industriale. Il fattore determinante per la Cina nel contesto economico attuale consiste nel suo

marginale di manovra in materia di bilancio che rende particolarmente agevole qualsiasi spinta governativa nell'ipotesi di un rallentamento pronunciato. Il risultato delle ultime elezioni legislative in India, che hanno allontanato dal potere i partiti estremisti, libererà il potenziale di crescita del paese a lungo termine accelerando il ritmo delle riforme. Per quanto riguarda il Brasile, il suo margine di manovra è essenzialmente monetario; i tassi reali a breve termine sono ancora del 4%. Questi paesi non necessitano di ridurre in qualsiasi modo l'effetto leva, e non risentono della riduzione del tasso di crescita potenziale che ha iniziato a colpire le economie sviluppate. Al contrario, hanno l'obbligo - e i mezzi! - per accelerare il loro mutamento economico verso un maggiore consumo interno e quindi meno dipendente dalle importazioni dai paesi sviluppati. Più che mai, la strategia di investimento che consiste nell'andare a cercare la crescita laddove sia si rivelerà opportuna.

Tra le massicce iniezioni di liquidità nei paesi sviluppati che non dovrebbero però condurre al ritorno dell'inflazione (si veda il rapporto di **Carmignac Patrimoine**) e la resilienza dei paesi emergenti più significativi, il contesto ci sembra favorevole alla ripresa dell'attività globale e all'investimento in titoli azionari. Certamente, la dipendenza dai dati macroeconomici, soprattutto statunitensi, alimenterà la volatilità tanto il profilo della ripresa nell'universo sviluppato rischia di essere caotico. La ricostituzione degli stock e l'investimento dovranno infatti far seguito al consumo con un esito che non intensifichi le paure d'inflazione né faccia temere il crollo economico. Una ripresa forte e rapida dell'attività di costituzione degli stock, sommata ad un consumo ancora vigoroso, risveglierebbe l'idra inflazionistica dello scenario di forte ripresa a "V", mentre un risveglio troppo tardivo della produzione potrebbe lasciare la crescita senza motore attivo nel caso in cui la disoccupazione dovesse prevalere sull'attuale atteggiamento bendisposto del consumatore. Ci aspettiamo uno scenario medio di ripresa non inflazionistica la cui attuazione non sarà lineare.

I mercati azionari sono forse troppo avanti rispetto a questo scenario di ripresa? Le società statunitensi sono attualmente valutate a 16,3x la media dei loro utili degli ultimi 10 anni, ovvero la valutazione media degli ultimi 20 anni. In termini di dati storici, il loro prezzo quindi sarebbe giusto; tuttavia il peggioramento delle prospettive dell'economia d'oltre oceano potrebbe giustificare un multiplo degli utili più basso. Per contro, le stime degli utili per il 2009 delle società emergenti e di materie prime, malgrado la loro vivace recente ripresa e prospettive nettamente più favorevoli, sono valutate il 20% in meno rispetto

a quelle di tutti i titoli presenti nell'indice delle borse dei paesi avanzati. **Rafforzato dalla prova del fuoco di questa crisi senza precedenti, il riequilibrio globale non ha ancora convinto gli investitori...**

Strategia di investimento

Nel corso del trimestre trascorso, man mano che i mercati azionari guadagnavano terreno sull'economia, abbiamo deciso di ridurre l'esposizione di **Carmignac Investissement**. Così, dal **100%** al 31 marzo, l'esposizione è stata portata al **93%**. Abbiamo operato solo poche vendite per arrivare a questa riduzione; abbiamo semplicemente deciso di non convertire in investimenti tutti i flussi in entrata di cui ha beneficiato il Fondo. Attendiamo un'eventuale correzione o la pubblicazione di indicazioni più incoraggianti sull'investimento negli Stati Uniti per riesporre il Fondo ai temi più sensibili alla crescita economica. **Pertanto il segmento liquidità e utilizzo di flussi di cassa è passato dallo 0 al 7% del portafoglio.**

■ **Il miglioramento del tenore di vita nei paesi emergenti consolida la sua posizione di tema principale nella nostra gestione, con il 27% del portafoglio.** I margini di manovra, di bilancio in Cina e monetari in Brasile, nonché le prospettive particolarmente promettenti aperte dalle recenti elezioni indiane confermano la nostra scelta di un posizionamento concentrato su queste tre economie maggiori dell'universo emergente. Questo tema ha subito soltanto poche modifiche sostanziali. La posizione **China Construction Bank** è stata rafforzata, mentre le nostre posizioni giapponesi **Fanuc** e **Komatsu**, aperte per la loro capacità a trarre vantaggio dell'investimento nei paesi nuovi, sono state oggetto di prese di profitto.

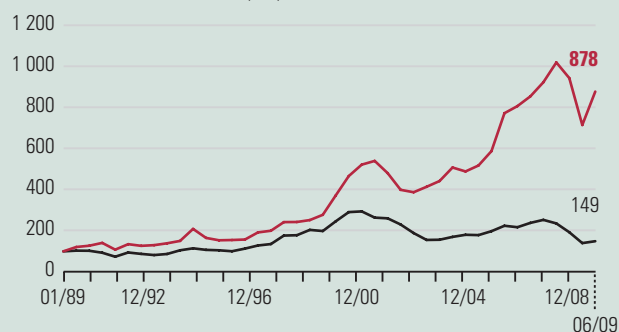
■ **Il segmento delle risorse naturali ha subito una leggera erosione, passando da quasi il 25% del portafoglio al 23%** principalmente sotto l'effetto, principalmente, di una performance relativa negativa. L'attesa dai mercati di una conferma della ripresa degli investimenti nei paesi sviluppati è alquanto penalizzante e giustifica la correzione in borsa dei settori energia e materiali di base dopo la loro notevolissima sovraperformance da inizio anno. Non condividiamo queste preoccupazioni. Come scrive il gestore di **Carmignac Commodities**, la Cina da sola "rappresentava il 25-30% della domanda di materie prime prima della crisi. Considerato l'indebolimento delle economie sviluppate, questa quota ha raggiunto oramai quasi il 40% e anche oltre per alcune di esse". Le posizioni **National Oilwell** e **Transocean** sono state

Performance accumulate (%)	Dal 31/12/2008	3 mesi	6 mesi	1 anno	3 anni	5 anni	10 anni	Dalla costituzione il 26/01/1989
Carmignac Investissement (A)	22,74	15,48	22,74	-6,95	8,74	79,50	135,59	777,90
Carmignac Investissement (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
Media della categoria*	10,93	14,87	10,93	-22,35	-27,77	-13,04	-33,48	132,93
Classificazione (quartile)	1	2	1	1	1	1	1	1

*Azioni internazionali - generale.

Andamento del Fondo dalla sua costituzione

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



Statistiche (%)

	1 anni (52 s.)	3 anni (36 m.)
Volatilità del Fondo	29,89	20,07
Volatilità dell'Indicatore	33,14	17,41
Ratio di Sharpe	-0,31	-0,02
Beta	0,79	0,81
Alpha	1,17	1,14

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

rafforzate, strategia che intendiamo allargare all'intero segmento in caso di maggiore debolezza. **Schlumberger** e **Petrobras** nel settore energia sono state completate, così come **BHP Billiton** nei materiali di base.

■ **Le nostre posizioni buy di banche statunitensi sono state completate dalla costituzione di una linea di azioni Barclays, che ha portato a quasi il 12% del portafoglio il tema delle banche anglosassoni.** La banca britannica ci sembra in grado di uscire dalla crisi più che rafforzata. La qualità del suo controllo dei rischi le conferisce una maggiore solidità relativa che la mette nella posizione di cogliere le diverse opportunità che si presentano in questo settore particolarmente colpito dalla crisi. Come sviluppato nella nostra analisi economica, le banche statunitensi che hanno risanato i propri bilanci si ritrovano anch'esse in una situazione concorrenziale particolarmente invidiabile mentre l'irrigidimento della curva dei tassi permette loro attualmente di coprire gran parte delle perdite generate dalle loro attività ancora esposte agli effetti della crisi.

■ **La ponderazione delle miniere aurifere è stata anch'essa ridotta da oltre il 18% del portafoglio al 13%,** a causa della diluizione delle sottoscrizioni nel Fondo. Sebbene riteniamo che l'oro continui ad essere un'eccellente copertura sia contro i rischi di ristagno della crisi, che di un ritorno dell'inflazione, riteniamo anche che questi due rischi negli ultimi mesi siano diminuiti, riducendo l'interesse degli investitori per i titoli rifugio.

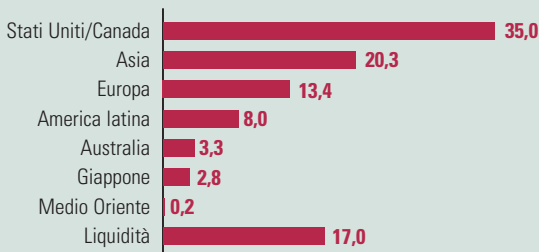
■ **Il peso dei titoli difensivi è pressapoco stabile al 12% del portafoglio.**

L'insieme delle posizioni nel settore sanitario è stato completato al fine di evitare la diluizione legata alle sottoscrizioni, ad eccezione della posizione **Novo Nordisk**, dimezzata a causa di incertezze su una nuova molecola, e di **Beiersdorf** la cui gestione aziendale ha deluso le nostre aspettative.

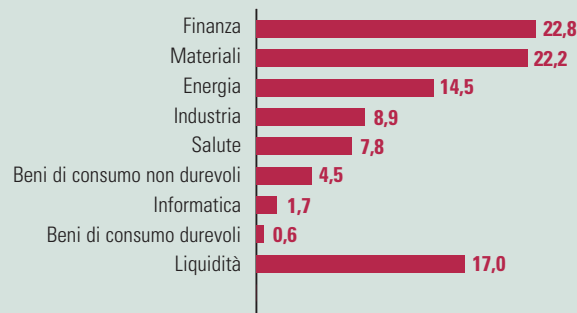
Carmignac Investissement conserva così la struttura "barbell" che si è rivelata adeguata dall'ottobre del 2008. Con il 32% del patrimonio destinato a investimenti risolutamente difensivi (liquidità, oro e settori difensivi) e il 62% destinato ai temi meglio posizionati per beneficiare della ripresa economica, il Fondo dovrebbe dimostrarsi in grado sia di ammortizzare i movimenti di flessione che di beneficiare appieno dei periodi di rialzo. Così costituito, Carmignac Investissement dovrebbe continuare a difendersi bene in un contesto particolarmente turbolento, al quale i mercati sono già abituati da 2 anni a questa parte.

Titoli	Performance
ICICI Bank , banca, India	+117%
Addax Petroleum Corp , energia, Canada	+81%
Housing Development Finance , servizi finanziari, India	+66%
Cyrela Brazil Realty , promotore immobiliare, Brasile	+62%
China Overseas Land , promotore immobiliare, Cina	+48%

Ripartizione per area geografica (%)



Ripartizione settoriale (%)



Portafoglio Carmignac Investissement al 30/06/2009

	Quotazioni in valute estere	Valore totale (€)	patrimonio % netto
LIQUIDITÀ E IMPIEGHI DI TESORERIA		706 639 411,67	17,02
Liquidità		49 758 155,36	1,20
Repo		506 888 085,01	12,21
150 000 000 CNCEP 03/07/2009	Certificato di deposito in euro	0,85 149 993 171,30	3,61
AZIONI PAESI SVILUPPATI		2 261 996 073,65	54,49
Australia		138 290 043,48	3,33
4 745 000 BHP BILLITON PLC	Materiali	13,64 75 991 311,49	1,83
3 362 000 CSL	Prodotti farmaceutici e biotecnologia	32,15 62 298 731,99	1,50
Stati Uniti		927 272 884,76	22,34
1 211 000 ALNYLAM PHARMA INC	Prodotti farmaceutici e biotecnologia	22,27 19 227 155,74	0,46
686 000 CELGENE CORP	Prodotti farmaceutici e biotecnologia	47,84 23 397 312,23	0,56
1 104 508 FIRST SOLAR	Beni strumentali	162,12 127 660 383,53	3,08
3 498 000 FREEPORT MCMORAN COP. & GOLD	Materiali	50,11 124 966 869,85	3,01
1 316 000 GENZYME GENL DIV	Prodotti farmaceutici e biotecnologia	55,67 52 230 934,30	1,26
3 300 000 NATIONAL OILWELL	Energia	32,66 76 838 840,77	1,85
3 706 667 NEWMONT MINING	Materiali	40,87 108 003 764,51	2,60
4 521 496 SCHLUMBERGER	Energia	54,11 174 425 657,55	4,20
5 457 408 SMITH INTERNATIONAL	Energia	25,75 100 187 684,74	2,41
2 272 000 TRANSOCEAN INC	Energia	74,29 120 334 281,54	2,90

Portafoglio Carmignac Investissement al 30/06/2009 (segue)			Quotazioni in valute estere	Valore totale (€)	patrimonio % netto
Canada				523 340 470,94	12,61
1 613 430	ADDAX PETROLEUM CORP	Energia	49,33	48 860 003,01	1,18
838 000	AGNICO EAGLE MINES LTD	Materiali	52,48	31 353 680,53	0,76
4 212 922	BARRICK GOLD CORP	Materiali	33,55	100 768 925,32	2,43
5 076 557	GOLDCORP INC	Materiali	34,75	125 769 333,58	3,03
10 570 730	KINROSS GOLD CORP	Materiali	18,15	136 783 053,15	3,30
1 203 000	POTASH CORP	Materiali	93,05	79 805 475,35	1,92
Giappone				117 083 571,32	2,82
2 352 500	CANON	Tecnologia hardware e apparecchiature	3 160,00	54 929 740,86	1,32
560 900	FANUC LTD	Beni strumentali	7 760,00	32 161 625,95	0,77
2 720 500	KOMATSU	Beni strumentali	1 492,00	29 992 204,51	0,72
Europa				556 009 103,15	13,39
1 422 000	ACTELION LTD (Svizzera)	Prodotti farmaceutici e biotecnologia	56,85	52 992 920,35	1,28
22 900 373	BARCLAYS PLC (Regno Unito)	Banche	2,83	76 092 586,11	1,83
2 542 000	NESTLE SA (Svizzera)	Alimenti, bevande e tabacco	40,92	68 186 588,00	1,64
511 000	NOVO NORDISK AS (Danimarca)	Prodotti farmaceutici e biotecnologia	287,00	19 693 698,05	0,47
2 099 374	RECKITT BENCKISER (Regno Unito)	Prodotti per casa e igiene personale	27,66	68 179 740,33	1,64
958 000	ROCHE HOLDINGS (Svizzera)	Prodotti farmaceutici e biotecnologia	147,70	92 754 244,51	2,23
2 956 000	UNILEVER (Paesi Bassi)	Alimenti, bevande e tabacco	17,17	50 739 740,00	1,22
1 073 000	VESTAS WIND SYSTEMS (Danimarca)	Beni strumentali	380,50	54 825 027,86	1,32
9 400 000	XSTRATA (Regno Unito)	Materiali	6,57	72 544 557,94	1,75
AZIONI PAESI EMERGENTI				1 182 359 230,20	28,48
Asia				843 723 228,17	20,33
1 760 000	ALIBABA GROUP HOLDING CIE (Cina)	Distribuzione	10,00	12 547 677,61	0,30
10 184 129	BANGKOK BANK (Thailandia)	Banche	108,00	23 015 799,52	0,55
63 663 662	BANK OF AYUDHYA (Thailandia)	Banche	14,50	19 316 926,93	0,47
2 534 000	BHARAT HEAVY (India)	Beni strumentali	2 204,05	83 118 586,84	2,00
171 000 000	CHINA CONSTRUCTION BANK (Cina)	Banche	6,01	94 540 319,76	2,28
31 454 000	CHINA LIFE INSURANCE (Cina)	Assicurazioni	28,50	82 464 537,38	1,99
63 828 969	CHINA OVERSEAS LAND (Hong Kong)	Immobiliare	18,00	105 690 710,91	2,55
10 714 763	GMR INFRASTRUCTURE LTD (India)	Beni strumentali	141,85	22 619 451,04	0,54
28 651 070	HANG LUNG PROPERTIES (Hong Kong)	Immobiliare	25,65	67 604 359,05	1,63
3 599 984	HOUSING DEVELOPMENT FINANCE (India)	Banche	2 344,75	125 622 369,25	3,03
14 217 875	ICICI BANK LTD (India)	Banche	722,20	152 813 789,38	3,68
1 883 000	MEDIATEK (Taiwan)	Semiconduttori	392,00	16 039 147,43	0,39
59 159 000	NINE DRAGONS PAPER (Hong Kong)	Materiali	5,12	27 863 602,75	0,67
189 618 418	REXLOT HOLDINGS (Hong Kong)	Hotel, ristoranti e intratt.	0,60	10 465 940,32	0,25
America latina				331 876 835,33	8,00
7 276 895	BANRISUL (Brasile)	Banche	7,90	20 912 899,89	0,50
12 788 665	CYRELA BRAZIL REALTY (Brasile)	Immobiliare	14,85	69 086 428,70	1,66
9 063 932	EMPRESAS ICA (Messico)	Beni strumentali	22,60	11 088 735,01	0,27
12 852 454	GROUPO BANORTE (Messico)	Banche	32,05	22 298 262,28	0,54
5 003 525	ITAU UNIBANCO (Brasile)	Banche	31,10	56 607 962,28	1,36
3 611 268	PETROLEO BRASILEIRO ADR (Brasile)	Energia	40,98	82 437 215,27	1,99
10 553 686	ROSSI RESIDENCIAL (Brasile)	Immobiliare	8,20	31 481 765,51	0,76
6 023 710	YAMANA GOLD INC (Brasile)	Materiali	8,84	37 963 566,39	0,91
Medio Oriente				6 759 166,70	0,16
26 262 452	DP WORLD LIMITED (Emirati Arabi Uniti)	Trasporti	0,36	6 759 166,70	0,16
VALORE DEL PORTAFOGLIO				3 444 355 303,85	82,98
PATRIMONIO NETTO				4 150 994 715,52	100,00