



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 31 dicembre 2009

## Carmignac Investissement Quota A

**Patrimonio netto** €5.717.198.481,19  
**Numero di quote** 735.468,66  
**Valore della quota** €7.773,54

### Variazione nel trimestre

Fondo +3,9%  
 Indicatore +6,2%

### Variazione da inizio anno

Fondo +42,6%  
 Indicatore +27,4%

## Carmignac Investissement Quota E

**Patrimonio netto** €459.589.616,94  
**Numero di quote** 3.820.885,23  
**Valore della quota** €120,28

### Variazione nel trimestre

Fondo +3,8%  
 Indicatore +6,2%

### Variazione da inizio anno

Fondo +40,2%  
 Indicatore +27,4%

Favorito da mercati azionari sostenuti, il valore della quota ha continuato a guadagnare terreno nel trimestre (+3,9%), ma a un ritmo inferiore rispetto a quello dell'indice di riferimento (+6,2%). La leggera attenuazione del profilo di rischio del Fondo è all'origine di questo scarto. Su tutto l'anno, la sovraperformance del Fondo non è stata significativamente intaccata: la sua progressione del 42,6% evidenzia un comodo scarto rispetto a quella dell'indice (+27,4%).

## Analisi economica

A conclusione del nostro ultimo rapporto di gestione, basavamo il nostro continuo ottimismo nei confronti del mercato azionario su uno scenario in cui "il lento processo disinflazionistico di riduzione dell'effetto leva necessita ancor più di una crescita lenta nelle economie avanzate per assicurare un continuo trasferimento del debito dalla sfera privata alla sfera pubblica a tassi di finanziamento sostenibili per i governi. E ha bisogno di un universo emergente la cui inflazione non ostacoli il potenziale di crescita."

Questo scenario si sviluppa punto per punto e con le seguenti articolazioni:

**- La crescita dei paesi sviluppati continua a essere lenta.** Per i motivi illustrati nel rapporto di **Carmignac Patrimoine**, la ripresa economica nei paesi sviluppati è ben avviata ma rischia difficilmente di accelerare. La modesta crescita prevista dovrà comunque continuare a distogliere gli investitori dalle azioni? Non pensiamo sia così, poiché le peculiarità della crisi che attraversiamo dovrebbero condurre a un netto rimbalzo degli utili delle aziende. Infatti, i tagli dei costi particolarmente drastici attuati dalle società, visibili in particolare nella massiccia riduzione dei loro stock, i guadagni di produttività realizzati nel corso della recessione, osservabili nei dati sulla disoccupazione dei mesi scorsi, la riduzione degli oneri finanziari conseguenti alla flessione dei margini di credito nonché alla debolezza dei loro investimenti nel corso degli ultimi anni, daranno una redditività elevata al leggero aumento delle vendite previsto. Le aziende europee beneficiano degli stessi fattori favorevoli, anche se in misura minore, poiché i piani di rilancio sono stati quasi del tutto applicati in alcuni paesi (Francia), i licenziamenti non sono stati così massicci come negli Stati Uniti e l'alta quotazione dell'euro impedisce agli esportatori di beneficiare appieno del dinamismo dei paesi emergenti. I recenti fallimenti o difficoltà dell'esportazione nell'aeronautica o nel settore nucleare sono la testimonianza di questo svantaggio competitivo. A tal riguardo, non ci sorprenderebbe che, dopo l'ottima dimostrazione di sincronizzazione delle politiche mondiali per uscire dalla crisi globale, riaffiori la questione meno consensuale dei tassi di cambio.

## - Il mantenimento di politiche monetarie e fiscali accomodanti

facilita il trasferimento del debito dalla sfera pubblica alla sfera privata ed è propizio a una valutazione generosa delle azioni. Consapevoli delle persistenti pressioni disinflazionistiche esercitate dalla continua riduzione dell'effetto leva sull'economia, le Banche centrali dei paesi sviluppati hanno, intelligentemente e coraggiosamente, condotto e confermato il mantenimento di una politica dei tassi zero. Più delicato è il "controllo" dei tassi sui mercati obbligazionari. L'attuazione di "misure non convenzionali", ossia l'acquisto massiccio di titoli di Stato o di crediti ipotecari da parte delle Banche centrali, non può essere duratura e i mercati ne sono consapevoli. Così, come illustrato nel nostro precedente rapporto, in quest'ultimo trimestre i tassi lunghi sono stati sottoposti ad una sensibile tensione, in quanto gli investitori hanno trovato insufficienti i tassi reali proposti a fronte della leggera ripresa dell'inflazione. Tuttavia, come anche indicato nel rapporto di **Carmignac Patrimoine**, sarebbe illusorio pensare che le Banche centrali lasceranno filare i tassi lunghi, con il rischio di compromettere la ripresa in corso, e ci sorprenderebbe molto vedere i tassi a 10 anni superare significativamente le soglie dei 4% in entrambe le coste atlantiche, ovvero la soglia da noi ritenuta critica per i mercati azionari.

Il sostegno del debito pubblico e dei mercati obbligazionari non è tuttavia alla portata di tutti i paesi. Come hanno dimostrato gli "incidenti" dell'Islanda e di Dubai, le tensioni sugli emittenti di alcuni paesi baltici e dell'Europa meridionale, il deterioramento dei conti pubblici successivo alla crisi può chiudere o ridurre l'accesso al mercato a un numero crescente di paesi le cui Banche centrali sono oramai costrette a ridurre la liquidità per difendere la loro valuta.

La bolla della liquidità globale non può gonfiarsi all'infinito. È limitata sia dall'aumento dei tassi lunghi per i rischi sovrani di prima categoria che dal rigetto parziale o totale dei mercati per gli emittenti di qualità inferiore.

## - L'inflazione non mette a rischio il potenziale di crescita dei principali paesi emergenti.

Inevitabilmente, la netta ripresa dell'attività in Cina, India e Brasile provoca tensioni inflazionistiche e rischi di tensione economica: immobiliare residenziale nelle grandi città costiere cinesi, beni alimentari in India e costi di nolo in Brasile. Queste tensioni non possono tuttavia mascherare il fatto che i prezzi al consumo in questi paesi rimangono sotto controllo. Come attestate nei paesi sviluppati, le previsioni di inflazione in questo primo semestre sono gonfiate dai termini di paragone particolarmente favorevoli dell'inizio del 2009 che portano le previsioni di deriva annuale dei prezzi al 3% in Cina, 6,8% in India e 4,7% in Brasile.

Se il controllo di queste tensioni inflazionistiche necessiterà incontestabilmente la condotta di politiche monetarie più restrittive, non si può pensare che queste mettano in pericolo la prosecuzione della loro crescita, almeno finché le prospettive dell'attività mondiale sembreranno incerte.

Così, il rialzo dei mercati azionari che, dal mese di marzo, è stato principalmente alimentato dalla liquidità sovrabbondante profusa nel sistema da tutte le Banche centrali, diventa più fondamentale, più dipendente da un'evoluzione economica giudicata più favorevole, in particolare nei paesi sviluppati. Questi ultimi sembrano nuovamente in grado di attirare gli investitori sui loro mercati azionari dopo una fase particolarmente favorevole alle obbligazioni. Gli investitori privati, grandi assenti dai mercati azionari nei momenti peggiori della crisi, saranno tentati di ritornarvi grazie a dati macroeconomici positivi e risultati aziendali che, oltre ai meriti propri, beneficeranno anche in questo caso di un termine di paragone annuale particolarmente favorevole. Potrebbero essere accompagnati da alcuni investitori istituzionali che finora non sono stati indotti a rischiare per via di nuove regole prudenziali in materia di investimenti (Solvency II). Infine, il calo dei costi di finanziamento, associato ad una maggiore capacità di generare cash flow, e ad una visione del futuro meno pessimista, dovrebbe confermare i primi fremiti osservati nell'attività di fusione-acquisizione.

In conclusione, anche se il motore cambia, passando da una liquidità abbondante ad una crescita economica accertata, il contesto ci sembra sempre propizio all'investimento in titoli azionari. I rischi associati a questo cambiamento di regime - ritiro degli stimoli e incremento dei tassi - sono reali, ma, anche se esso richiede una maggiore prudenza, la scelta di titoli in un mondo a due velocità a partire dai risultati stimati è più comoda man mano che l'allontamento della crisi rende l'esercizio delle previsioni meno aleatorio.

### Strategia di investimento

La conferma di una congiuntura economica più positiva nei paesi sviluppati, con al primo posto gli Stati Uniti, congiuntamente all'anticipazione di un rimbalzo moderato ma sincrono dell'economia globale, ci ha principalmente condotto ad aprire una posizione che mira a partecipare alla ripresa statunitense in modo più diretto, finanziata innanzitutto da una sensibile riduzione dei nostri investimenti auriferi. Considerati i rischi di tensione

che questa ripresa potrebbe generare sulla liquidità globale, abbiamo per prudenza aperto a fine novembre una posizione sell di contratti futures sulle obbligazioni a 10 anni statunitensi fino a 3,5 punti di sensibilità.

■ **Creazione di un nuovo tema, il rimbalzo statunitense (8,6% del patrimonio).** È nostra intenzione beneficiare del maggiore dinamismo statunitense mostrato dalle società di apparecchiature elettriche **Emerson Electric** e **Alstom**, dalla casa automobilistica **Ford**, dal vettore aereo **Delta** e dalla società di carte di credito **Mastercard**. Affrontiamo inoltre questo tema attraverso esportatori emergenti di beni o di servizi ben posizionati sul mercato statunitense: **Infosys** (India) nei servizi informatici e **Hon Hai** (Taiwan), assemblatore di computer e di prodotti elettronici per il grande pubblico come l'iPhone di Apple.

■ **Il miglioramento del tenore di vita nei paesi emergenti mantiene una quota preponderante nel portafoglio con il 24,3% del patrimonio a fronte del 26,2% di tre mesi fa.** Il vigore della crescita interna dei principali paesi emergenti, abbinato a una domanda esterna globalmente debole, sostiene le aziende che puntano sulla domanda interna. **China Construction Bank** e **China Overseas Land** sono state rafforzate. Al contrario, **Nine Dragons Paper**, il produttore cinese di imballaggi in carta, è stato quasi interamente liquidato dopo un andamento eccezionale in borsa nel 2009. Sul fronte America latina, uscita dopo un bel rialzo della Banca **Banrisul** e ingresso in portafoglio del trasportatore ferroviario brasiliano **All American Latina Logistica**, le cui prospettive in materia di noleggio di materie prime ci sembrano promettenti.

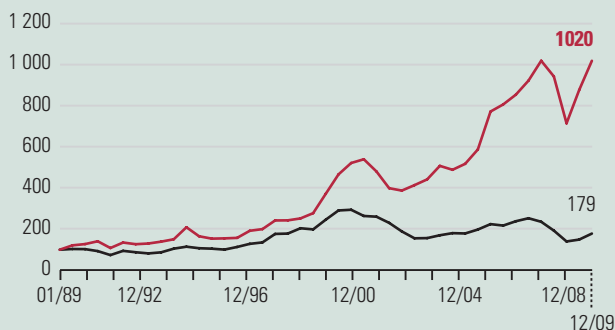
■ **La ponderazione del segmento delle risorse naturali è aumentata dal 23,7% al 27% nel corso del trimestre in esame. Il settore energetico è passato dal 14,3% al 16,1%**, a seguito dell'introduzione nel portafoglio delle società di servizi petroliferi **Weatherford International** e **FMC technologies** e del rafforzamento di **National Oilwell** e **Transocean**. Al contrario, abbiamo liquidato la posizione su **Smith International** la cui evoluzione delle scelte strategiche è a nostro avviso contestabile. Nella produzione petrolifera, ingresso del russo **Rosneft** e rafforzamento di **Anadarko**, **Petrobras** e **Pacific Rubiales**. **I materiali di base, la cui ponderazione è stata aumentata dal 9,4% al 10,9%** del portafoglio, hanno beneficiato dell'introduzione del produttore di rame e di zinco nord americano **Hudbay Minerals** e del rafforzamento di **Potash Corp**.

Performance accumulate (%)	Dal								Dalla costituzione il 26/01/1989
	31/12/2008	3 mesi	6 mesi	1 anno	3 anni	5 anni	10 anni		
<b>Carmignac Investissement (A)</b>	42,58	3,90	16,17	42,58	19,30	96,30	118,54	919,82	
<b>Carmignac Investissement (E)</b>	40,19	3,83	15,58	40,19	13,96	—	—	—	
MSCI All Countries World Free (Eur)	27,42	6,21	19,53	27,42	-25,17	-0,30	-38,66	78,56	
Media della categoria*	31,24	6,37	18,31	31,24	-21,38	4,38	-39,70	173,43	
Classificazione (quartile)	1	4	4	1	1	1	1	1	

\*Azionari Internazionali Large Cap Growth.

### Andamento del Fondo dalla sua costituzione

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



### Statistiche (%)

	1 anni	3 anni
Volatilità del Fondo	17,48	20,61
Volatilità dell'Indicatore	18,28	18,47
Ratio di Sharpe	1,94	0,16
Beta	0,61	0,82
Alpha	1,79	1,21

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

■ **Il segmento delle banche anglosassoni, con il 9,8% del patrimonio, non ha subito alcuna modifica.** La conferma del rimbalzo statunitense e la pendenza della curva dei tassi dovrebbero permettere loro di proseguire il recupero.

■ **Il tema dell'innovazione, passato dall'8% al 10%** è stato rafforzato con l'ingresso del norvegese **Tandberg**, specializzato in soluzioni per videoconferenza, la cui acquisizione da parte di Cisco (del 14% superiore al nostro prezzo di acquisto) non attende altro che il consenso delle autorità sulla concorrenza per divenire effettiva.

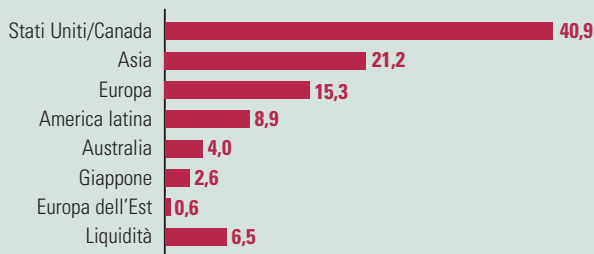
■ **Il tema dei titoli difensivi è stato leggermente ridotto, passando dall'11,2% al 9,6% del patrimonio**, in quanto questo settore non ha beneficiato delle nuove sottoscrizioni, fatto salvo del rafforzamento di **Nestlé** e di **Unilever**.

■ **Le miniere aurifere, sia Kinross che Goldcorp, sono state ampiamente ridotte (dal 13,2 al 4,3%).** Non escludiamo di ritornare in maniera più decisiva su questo settore qualora il miglioramento economico in corso dovesse deludere o se la crescita nei paesi sviluppati si accompagnasse a tensioni inflazionistiche.

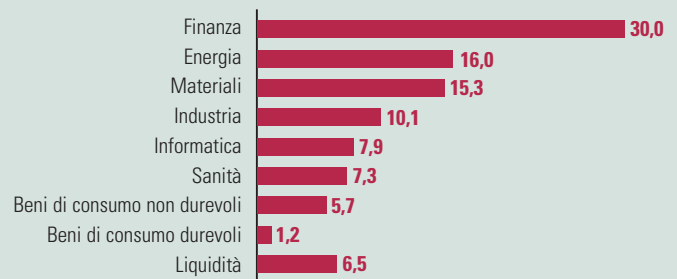
Tra i protagonisti dei rialzi più consistenti dell'anno ricordiamo:

Titoli	Performance
<b>Nine Dragons Paper</b> , carta, Cina	+466%
<b>Rossi Residencial</b> , immobiliare, Brasile	+305%
<b>Freeport McMoran</b> , rame, Stati Uniti	+229%
<b>Xstrata</b> , metalli non ferrosi, Canada	+209%
<b>Cyrela</b> , immobiliare, Brasile	+166%

#### Ripartizione per area geografica (%)



#### Ripartizione settoriale (%)



#### Portafoglio Carmignac Investissement al 31/12/2009

		Quotazioni in valute estere	Valore totale (€)	% patrimonio netto	
<b>LIQUIDITÀ E IMPIEGHI DI TESORERIA</b>			<b>401 444 271,02</b>	<b>6,50</b>	
	LIQUIDITÀ		-13 453 192,41	-0,22	
	REPO		414 897 463,43	6,72	
<b>AZIONI PAESI SVILUPPATI</b>			<b>3 882 455 261,48</b>	<b>62,86</b>	
<b>Australia</b>			<b>247 853 678,85</b>	<b>4,01</b>	
6 220 000	BHP BILLITON PLC	Materiali	19,95	139 669 086,61	2,26
5 312 000	CSL	Prodotti farmaceutici e biotecnologia	32,49	108 184 592,24	1,75
<b>Stati Uniti</b>			<b>1 932 044 354,53</b>	<b>31,28</b>	
1 283 000	ALNYLAM PHARMA INC	Prodotti farmaceutici e biotecnologia	17,62	15 756 375,68	0,26
2 270 000	ANADARKO PETROLEUM	Energia	62,42	98 758 250,57	1,60
1 513 000	CELGENE CORP	Prodotti farmaceutici e biotecnologia	55,68	58 716 738,11	0,95
2 040 000	EMERSON ELECTRIC	Beni strumentali	42,60	60 570 831,16	0,98
1 778 508	FIRST SOLAR	Beni strumentali	135,40	167 841 075,59	2,72
1 520 000	FMC TECHNOLOGIES INC	Energia	57,84	61 276 738,11	0,99
9 000 000	FORD MOTOR COMPANY	Automobili e componenti auto	10,00	62 728 698,38	1,02
4 466 000	FREEPORT MCMORAN COP. & GOLD	Materiali	80,29	249 921 686,71	4,05
1 459 000	GENZYME	Prodotti farmaceutici e biotecnologia	49,01	49 838 362,08	0,81
6 703 389	JP MORGAN CHASE & CO	Servizi finanziari diversificati	41,67	194 689 123,28	3,15
438 000	MASTERCARD	Software e servizi	255,98	78 145 488,76	1,27
4 490 000	NATIONAL OILWELL	Energia	44,09	137 978 114,65	2,23
5 002 496	SCHLUMBERGER	Energia	65,09	226 947 178,70	3,67
2 832 000	TRANSOCEAN INC	Energia	82,80	163 435 859,91	2,65
6 098 439	US BANCORP	Banche	22,51	95 679 290,39	1,55
11 150 572	WELLS FARGO	Banche	26,99	209 760 542,45	3,40

## Portafoglio Carmignac Investissement al 31/12/2009 (segue)

			Quotazioni in valute estere	Valore totale (€)	% patrimonio netto
<b>Canada</b>				<b>464 336 548,05</b>	<b>7,52</b>
21 332 700	EQUINOX MINERALS	Materiali	4,09	58 008 605,15	0,94
3 406 357	GOLDCORP INC	Materiali	39,34	93 400 302,76	1,51
3 898 900	HUDBAY MINERALS INC	Materiali	13,57	35 175 901,20	0,57
8 428 200	KINROSS GOLD CORP	Materiali	18,40	108 087 736,54	1,75
4 679 000	PACIFIC RUBIALES ENERGY CORP	Energia	15,45	48 062 329,63	0,78
1 608 000	POTASH CORP	Materiali	108,50	121 601 672,77	1,97
<b>Giappone</b>				<b>159 903 405,01</b>	<b>2,59</b>
2 603 500	CANON	Tecnologia hardware e apparecchiature	3 910,00	76 213 501,74	1,23
620 400	FANUC LTD	Beni strumentali	8 630,00	40 084 840,68	0,65
3 011 500	KOMATSU	Beni strumentali	1 934,00	43 605 062,59	0,71
<b>Europa</b>				<b>1 078 317 275,04</b>	<b>17,46</b>
1 487 000	ACTELION LTD (Svizzera)	Prodotti farmaceutici e biotecnologia	55,20	55 343 289,62	0,90
946 422	ALSTOM (Francia)	Beni strumentali	49,06	46 431 463,32	0,75
34 320 373	BARCLAYS PLC (Regno Unito)	Banche	2,76	106 617 400,51	1,73
669 789	JERONIMO MARTINS (Portogallo)	Distribuzione alimenti e farmacia	6,99	4 678 476,17	0,08
3 259 000	NESTLE SA (Svizzera)	Alimenti, bevande e tabacco	50,20	110 306 981,76	1,79
392 373	PERNOD RICARD (Francia)	Alimenti, bevande e tabacco	59,91	23 507 066,43	0,38
2 082 590	RECKITT BENCKISER (Regno Unito)	Prodotti per casa e igiene personale	33,56	78 667 027,29	1,27
1 358 000	ROCHE HOLDINGS (Svizzera)	Prodotti farmaceutici e biotecnologia	175,80	160 965 782,29	2,61
754 483	SAFT GROUPE SA (Francia)	Beni strumentali	33,76	25 471 346,08	0,41
1 493 500	SEADRILL (Norvegia)	Energia	148,00	26 668 838,42	0,43
2 816 600	TANDBERG ASA (Norvegia)	Tecnologia hardware e apparecchiature	170,00	57 771 182,10	0,94
5 946 000	UNILEVER (Paesi Bassi)	Alimenti, bevande e tabacco	22,75	135 271 500,00	2,19
1 185 000	VESTAS WIND SYSTEMS (Danimarca)	Beni strumentali	317,00	50 483 473,21	0,82
5 200 000	WEATHERFORD INTERNATIONAL (Svizzera)	Energia	17,91	64 911 657,08	1,05
10 400 000	XSTRATA (Americhe)*	Materiali	11,21	131 221 790,76	2,12
<b>AZIONI PAESI EMERGENTI</b>				<b>1 892 888 565,63</b>	<b>30,65</b>
<b>Asia</b>				<b>1 310 060 294,75</b>	<b>21,21</b>
1 760 000	ALIBABA GROUP HOLDING (Cina)	Distribuzione	10,00	12 266 945,46	0,20
11 274 129	BANGKOK BANK (Thailandia)	Banche	116,00	27 340 078,06	0,44
63 663 662	BANK OF AYUDHYA (Thailandia)	Banche	22,50	29 945 591,47	0,48
2 756 000	BHARAT HEAVY (India)	Beni strumentali	2 403,30	99 151 054,99	1,61
256 100 000	CHINA CONSTRUCTION BANK (Cina)	Banche	6,67	153 543 518,71	2,49
32 904 000	CHINA LIFE INSURANCE (Cina)	Assicurazioni	38,35	113 425 353,48	1,84
81 617 969	CHINA OVERSEAS LAND (Hong Kong)	Immobiliare	16,40	120 316 643,59	1,95
29 791 552	GMR INFRASTRUCTURE LTD (India)	Beni strumentali	66,60	29 717 481,40	0,48
31 711 070	HANG LUNG PROPERTIES (Hong Kong)	Immobiliare	30,60	87 222 473,69	1,41
19 200 000	HON HAI (Taiwan)	Tecnologia hardware e apparecchiature	151,50	63 385 668,06	1,03
3 877 984	HOUSING DEVELOPMENT FINANCE (India)	Banche	2 675,80	155 292 953,26	2,51
15 351 216	ICICI BANK LTD (India)	Banche	877,00	201 517 169,51	3,26
2 096 000	INFOSYS TECHNOLOGIES (India)	Software e servizi	2 601,10	81 656 915,20	1,32
10 686 240	MEDIATEK (Taiwan)	Semiconduttori	558,00	129 938 046,44	2,10
4 753 000	NINE DRAGONS PAPER (Hong Kong)	Materiali	12,50	5 340 401,43	0,09
<b>America latina</b>				<b>548 362 336,05</b>	<b>8,88</b>
4 601 000	ALL AMERICAN LATINA LOGISTICA (Brasile)	Trasporti	16,30	29 985 925,91	0,49
481 538	BANCOLOMBIA (Colombia)	Banche	45,51	15 274 294,74	0,25
13 619 215	CYRELA BRAZIL REALTY (Brasile)	Immobiliare	24,50	133 412 273,84	2,16
20 266 832	EMPRESAS ICA (Messico)	Beni strumentali	30,49	32 989 560,64	0,53
13 958 604	GROUPO BANORTE (Messico)	Banche	47,84	35 650 563,38	0,58
6 892 207	ITAU UNIBANCO (Brasile)	Banche	38,69	106 619 015,55	1,73
4 002 000	PETROLEO BRASILEIRO ADR (Brasile)	Energia	42,39	126 137 626,76	2,04
11 163 686	ROSSI RESIDENCIAL (Brasile)	Immobiliare	15,30	68 293 075,23	1,11
<b>Europa dell'Est</b>				<b>34 465 934,83</b>	<b>0,56</b>
5 750 000	ROSNEFT OIL COMPANY (Russia)	Energia	8,60	34 465 934,83	0,56
<b>VALORE DEL PORTAFOGLIO</b>				<b>5 775 343 827,11</b>	<b>93,50</b>
<b>PATRIMONIO NETTO</b>				<b>6 176 788 098,13</b>	<b>100,00</b>

\*Sito di produzione

Si rammenta che le performance passate non costituiscono un indicatore affidabile delle performance future e che queste possono variare nel tempo.