



Investissement

Rapporto di gestione al 30 settembre 2011



E. Carmignac

Patrimonio netto globale del Fondo	€7.475.842.315,71	Valore liquidativo di Carmignac Investissement (A)	€7.862,46
		Valore liquidativo di Carmignac Investissement (E)	€120,08
		Valore liquidativo di Carmignac Investissement (GBP)	£86,79

In questo trimestre particolarmente difficile per i mercati azionari, **Carmignac Investissement** ha significativamente ammortizzato la flessione dell'indice di riferimento (-11,28%), cedendo solo il 4,64%. Dall'inizio dell'anno il Fondo registra così una performance più moderata sebbene negativa (-12,63%) rispetto all'indice (-15,13%). Questa resistenza in un contesto avverso è riconducibile alla sensibile riduzione dell'esposizione azionaria, portata al minimo legale (60%) agli inizi di agosto, mediante diverse operazioni di protezione del capitale. L'andamento del portafoglio è stato in linea con quello dell'indice di riferimento, in quanto l'ottima tenuta delle nostre miniere aurifere ha compensato la temporanea debolezza delle Borse cinese e brasiliana.

Nel rapporto di luglio esprimevamo la nostra profonda incomprensione riguardo alle scelte europee di politica economica e monetaria: «*I paesi più deboli, non potendo procedere ad una svalutazione, non hanno altra scelta che il default – organizzato nel modo migliore possibile – accompagnato da misure forti volte a migliorare la loro competitività economica. I ripetuti attacchi da parte dei mercati finiranno per rendere evidente questa situazione, ma, col passare dei giorni, la resistenza colpevole della BCE rende il futuro aggiustamento più difficile e costoso per i paesi periferici, oltre a creare un grave effetto di contagio per la Spagna, l'Italia e in futuro, forse, per la Francia*». Da allora, gli indugi europei hanno trasformato una crisi localizzata e gestibile in un evento in grado di generare un grave rischio sistemico con conseguenze incalcolabili. Questa impennata del rischio è all'origine di uno dei peggiori trimestri della storia borsistica per i mercati azionari, che hanno subito i violenti attacchi che temevamo. Nel trimestre l'indice Eurostoxx 50, che rappresenta i titoli più significativi a livello europeo, ha ceduto il 23,5%, trascinato al ribasso dal settore bancario, crollato del 34,3%. I timori legati agli effetti potenziali della crisi del debito in Europa hanno colpito i mercati di tutto il mondo: l'indice statunitense Standard and Poor's 500 ha perso il 14,3% nel trimestre, mentre l'indice Morgan Stanley relativo ai mercati emergenti ha ceduto il 23,2%.

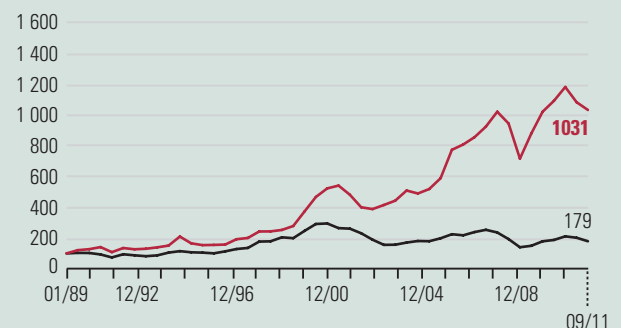
In seguito a queste oscillazioni indiscriminate, le valutazioni dei mercati azionari sono tornate a livelli prossimi a quelli del 2008. Se si escludono i titoli finanziari, gli utili delle società statunitensi ed europee si attestano rispettivamente a 12,4 e 9,6 volte. Le imprese dell'universo emergente, dal canto loro, nonostante prospettive di crescita e redditività più solide e certe, si vedono assegnare un rapporto prezzo/utili 2011 pari a 10,8 volte e un rapporto prezzo/patrimonio netto leggermente inferiore a quello delle società dei paesi sviluppati. Queste quotazioni sono giustificate o nascondono opportunità di acquisto interessanti? Come scrivevamo nel rapporto di **Carmignac Patrimoine**, la crisi europea riveste un carattere di particolare gravità. *L'Europa sta scegliendo la via giapponese per trattare l'eccessivo indebitamento. Tale via è un suicidio per il Vecchio Continente: le sue esportazioni sono insufficienti per compensare gli effetti negativi sulla domanda interna delle politiche di rigore e i creditori esteri, impazienti, non hanno alcuna voglia di «lasciare tempo al tempo».* A riguardo, il caso spagnolo è molto preoccupante: l'obiettivo di riduzione del disavanzo primario, dal 6,5% al 2,5% del PIL in 16 mesi è sfociato in una crescita nulla della produzione industriale, in un crollo del 5% delle vendite al dettaglio e in un tasso di disoccupazione superiore al 21%. Questa ricerca di «performance» finanziaria, effettuata in un contesto di crescita economica globale discreta (ormai in rallentamento) non basta

nemmeno a ridurre il debito... Spetta alla politica monetaria compiere lo sforzo iniziale decisivo favorendo la crescita economica. La BCE deve adottare una politica di tassi zero e procedere alla monetizzazione dei debiti pubblici più a rischio. L'indebolimento dell'euro che ne risulterebbe genererebbe un eccesso di crescita attraverso una maggiore competitività delle esportazioni e la liquidità immessa in dosi massicce permetterebbe di contrastare le pressioni deflazionistiche ed anzi di generare un po' di inflazione, il che ridurrebbe proporzionalmente l'onere del debito. Questa iniziativa della BCE è inevitabile ma viene respinta dalla Germania. Pertanto, il piano che sarà proposto al G20 a inizio novembre richiederà verosimilmente un contributo significativo dell'FMI presso Spagna e Italia in particolare. Pur evitando temporaneamente il rischio di una crisi sistemica, questo maggiore ricorso dell'Europa all'FMI non stimolerebbe tuttavia la crescita e non toglierebbe per gli Stati l'obbligo di riduzione dell'indebitamento. La fragilizzazione delle banche europee, strutturalmente vulnerabili ad un deterioramento delle condizioni di rifinanziamento (con un rapporto crediti/depositi del 165% contro l'81% negli Stati Uniti), le indurrà a spingere famiglie e imprese a rimborsare a loro volta i loro debiti. Considerando l'ammontare dei crediti bancari rispetto al PIL, pari al 164% nell'eurozona a fronte del 62% negli Stati, si valuta il rischio che comporta questa accelerazione della riduzione della leva finanziaria, che una ricapitalizzazione forzata del sistema bancario potrà al massimo solo attenuare.

Negli Stati Uniti, la dicotomia tra imprese sane e situazione macroeconomica è lampante. Mentre le previsioni sulla crescita economica 2012 sono regolarmente riviste al ribasso (negli ultimi otto mesi sono scese dal 3,25% al 2,1%), gli analisti continuano ad anticipare un incremento degli utili, società finanziarie escluse, del 10% nel 2012. Non vi è dubbio che i settori che contribuiscono maggiormente alla crescita dei profitti sono quelli più aperti verso l'estero, quali il settore IT o l'energia. Quindici anni di eccezionali guadagni di produttività, in aggiunta a dieci anni di deprezzamento del dollaro, conferiscono alle imprese statunitensi una posizione competitiva forte che permette loro di affrancarsi in parte

Andamento del Fondo dalla sua costituzione

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



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

dal ristagno dell'economia interna imputabile al processo di riduzione dell'indebitamento. Inoltre, il rallentamento economico statunitense segna da settembre una pausa che il nostro indicatore avanzato composito non ci permette di considerare una vera e propria ripresa. I prossimi dati sull'occupazione saranno cruciali per valutare la solidità di questo miglioramento congiunturale. In ogni caso, anche se attribuiamo al mercato azionario statunitense un valore relativo positivo, le significative interazioni tra i sistemi bancari di Europa e Stati Uniti costituiscono un freno al nostro desiderio di investimento negli USA. La debolezza del governo statunitense ad un anno dalle elezioni presidenziali costituisce un'ulteriore fonte di preoccupazione nell'ipotesi ancora probabile di un nuovo indebolimento congiunturale, mentre il sostegno finora assoluto della Federal Reserve comincia a mostrare i suoi limiti.

I mercati dell'universo emergente hanno deluso le nostre aspettative, aggiungendo le perdite valutarie alla flessione delle quotazioni di borsa. I timori di contagio della crisi del debito dei paesi sviluppati all'universo emergente, nonché le pesanti perdite subite dagli investitori internazionali hanno indotto questi ultimi a rimpatriare parte dei propri patrimoni investiti fuori dai paesi di origine. Questi disinvestimenti hanno penalizzato anche le valute, e portano a valutazioni particolarmente interessanti, in particolare se si tiene conto dell'effetto valutario per un investitore europeo.

Tuttavia, i mercati emergenti non potranno liberarsi del tutto dei problemi che condizionano i mercati sviluppati senza un potente catalizzatore. Riteniamo che quest'ultimo deriverà dall'inversione della politica monetaria cinese. Se numerosi paesi nuovi, preoccupati per le possibili ripercussioni sulle loro economie del rallentamento in atto negli Stati Uniti e in Europa, hanno recentemente effettuato le prime riduzioni dei tassi di riferimento, nell'immediato non è nell'interesse della Cina realizzare operazioni di stimolo monetario o di bilancio. Il modello di crescita, ormai maggiormente orientato verso la domanda interna, necessita di un miglior contenimento dell'inflazione prima di essere rilanciato. Riteniamo tuttavia che quando si deciderà di fornire sostegno all'economia, l'entità e la diversità dei margini di manovra di cui beneficia la Cina contribuiranno ad una solida ripresa, con il maggiore aiuto dei mercati azionari, le cui valutazioni sono tornate ai livelli più bassi del 2008, ossia a minimi storici sempre più attraenti per l'investitore. Questa ripresa dovrebbe accompagnarsi all'apprezzamento dello yuan, che contribuirebbe alla deflazione dell'economia mondiale.

Strategia di investimento

Quest'analisi del contesto economico ci induce a mantenere il nostro posizionamento difensivo. Le risposte incomplete apportate dalle autorità europee alla crisi del debito, abbinate allo stallo politico negli Stati Uniti e alla volontà delle autorità cinesi di lasciare che la propria politica monetaria restrittiva continui a pesare sull'attività creditizia e l'inflazione, rendono eccessivamente probabile l'accentuarsi del rallentamento economico nei paesi sviluppati, che si tradurrebbe in una nuova fase di flessione dei mercati. Iniziamo quindi il trimestre con un'esposizione azionaria del 61%, prossima al minimo autorizzato. Intendiamo tuttavia, in chiave tattica, incrementare l'esposizione del portafoglio per trarre profitto dal miglioramento del sentiment che non mancherà di concretizzarsi in previsione di iniziative congiunte di Europa e FMI a inizio novembre. Tuttavia, fintanto che le misure annunciate non avranno come obiettivo un effetto positivo sulla crescita a breve termine, l'orientamento della gestione rimarrà difensivo, mantenendo al minimo, in particolare, l'esposizione del portafoglio all'euro.

Sono state effettuate poche operazioni nel corso del terzo trimestre nel portafoglio titoli di Carmignac Investissement.

Le variazioni dell'esposizione al rischio azionario sono infatti principalmente il risultato di operazioni correlate a future su indici di borsa, regionali o settoriali. La principale transazione è stata la soppressione delle nostre coperture bancarie dopo che le banche europee hanno perso la metà del loro valore.

■ **Il tema del miglioramento del tenore di vita nei paesi emergenti, benché ancora nettamente predominante, ha registrato una riduzione della sua ponderazione dal 38,6% al 34,1% del portafoglio**, principalmente per effetto della flessione relativa delle azioni emergenti, amplificata dal deprezzamento di alcune valute alla fine del trimestre.

Le liquidazioni forzate operate da alcuni fondi globali hanno penalizzato il risultato all'avvicinarsi della chiusura di un trimestre borsistico disastroso. L'unica posizione inserita in portafoglio è quella nella società **Sun Art Retail**, joint venture promettente di Auchan nella distribuzione cinese. Sul fronte delle vendite, la posizione in **Haci Omer Sabanci** (Turchia) è stata integralmente liquidata e quella in **LVMH** è stata alleggerita.

■ **Il secondo tema più importante è ormai quello delle miniere aurifere, passato dall'11,2% al 14,4% del portafoglio**, per effetto di un significativo incremento relativo di questo settore, che ha prodotto una performance assoluta positiva nel trimestre. Il tema è anche stato arricchito con una nuova società canadese: **Detour Gold**. Abbiamo partecipato all'ultima richiesta di investimento della società prima dell'avvio dello sfruttamento di un giacimento particolarmente interessante. Inoltre, la nostra posizione in **Randgold** è stata rafforzata.

■ **Il tema dei titoli difensivi ha guadagnato un punto di ponderazione, attestandosi al 13,3% del patrimonio**. Questo guadagno è riconducibile al buon andamento relativo dei titoli non ciclici che mostrano un management di comprovata reputazione.

■ **Il tema dell'energia, ridotto dal 15,5% al 12,20% del portafoglio**, ha risentito dei nostri timori riguardo alla crescita mondiale. Le posizioni in **National Oilwell** e **Galp Energie** sono state chiuse, mentre quella in **Schlumberger** è stata alleggerita. Il segmento delle risorse naturali in genere, tenuto conto delle posizioni nei materiali di base, rappresenta attualmente il 14,8% del portafoglio.

■ **L'innovazione è passata dall'11,6% al 10,7% del portafoglio**, nonostante il rafforzamento della posizione in **Apple**, che non finisce di sorprendere e sembra capace di proseguire sulla strada del successo anche con la scomparsa del suo fondatore. La posizione in **Mediatek** è stata liquidata a causa della mancanza di visibilità rispetto a una concorrenza più agguerrita. Infine, l'offerta di Hewlett Packard sulla società **Autonomy**, con un premio dell'80%, ci ha procurato una bella soddisfazione.

■ **L'incremento della componente di liquidità, pari all'11,7% del portafoglio, a fronte del 6,2% di tre mesi fa**, riflette la nostra persistente sfiducia nei confronti dei mercati azionari. Insieme all'oro e ai titoli difensivi, contribuisce a una componente difensiva pari al 40% del portafoglio, contro un 60% destinato alle tematiche growth.

Tra i protagonisti dei rialzi più consistenti del trimestre ricordiamo:

Titoli	Performance
Autonomy Corporation* , software, Regno Unito	+49%
Newmont Mining , oro, Stati Uniti	+17%
Randgold Resources , oro, Regno Unito	+15%
Apple , hardware informatico, Stati Uniti	+14%
Hermès International , prodotti di lusso, Francia	+11%

* posizione interamente liquidata al 22 settembre 2011

Performance cumulate (%)	Dal 31/12/2010	3 mesi	6 mesi	1 anno	3 anni	5 anni	10 anni	Dalla data di prima valorizzazione
Carmignac Investissement (A)	-12,63	-4,64	-7,79	-5,82	29,93	32,83	205,10	931,48
Carmignac Investissement (E)	-13,12	-4,83	-8,15	-6,47	25,86	-	-	-
MSCI All Countries World Free (Eur)	-15,13	-11,28	-13,62	-6,43	-0,33	-21,67	-13,40	78,95
Media della categoria*	-15,47	-11,46	-13,65	-6,83	2,09	-14,44	-1,62	172,50
Classificazione (quartile)	1	1	1	2	1	1	1	1

*Azionari Internazionali Large Cap Growth

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
-10,89	5,04	1,56	-4,29

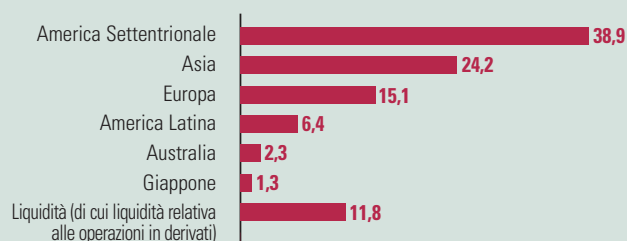
VAR

	Fondo	Indice di performance
99% - 5gg (2 anni)	5,36%	4,50%

Statistiche (%)

	1 anni	3 anni
Volatilità del Fondo	9,31	16,35
Volatilità dell'indice	11,64	16,36
Sharpe Ratio	-0,65	0,45
Beta	0,50	0,67
Alpha	-0,22	0,77

Ripartizione per area geografica (derivati esclusi) (%)

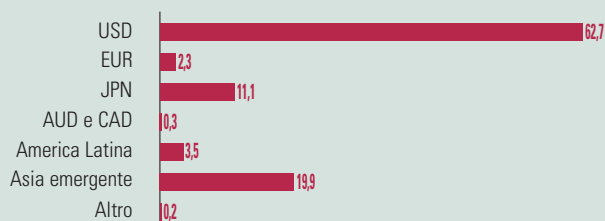


Non vi è garanzia di uguali rendimenti e questi ultimi non sono costanti nel tempo

Ripartizione settoriale (derivati esclusi) (%)



Esposizione netta del Fondo per valuta (%)



Portafoglio Carmignac Investissement al 30/09/2011

	Quotazioni in valute estere	Valore totale (€)	% Patrimonio netto		
Liquidità, impieghi di tesoreria e operazioni su derivati					
LIQUIDITÀ (DI CUI LIQUIDITÀ RELATIVA ALLE OPERAZIONI IN DERIVATI)		877 724 795,35	11,74		
REPO		80 050 958,84	1,07		
130 000 000	US T-BILL 10/11/2011	Buono del Tesoro in Dollaro	96 890 926,01	1,30	
340 000 000	US T-BILL 15/12/2011	Buono del Tesoro in Dollaro	253 409 853,17	3,39	
120 000 000	US T-BILL 25/11/2011	Buono del Tesoro in Dollaro	89 438 771,71	1,20	
AZIONI PAESI SVILUPPATI		4 310 130 210,24	57,65		
Stati Uniti		2 005 629 113,25	26,83		
6 255 000	ANADARKO PETROLEUM	Energia	63,05	293 938 846,24	3,93
944 000	APPLE INC	Settore IT	381,18	268 192 531,86	3,59
1 853 000	CELGENE CORP	Sanità	61,92	85 516 702,69	1,14
2 912 641	CHECK POINT SOFTWARE	Settore IT	52,76	114 534 500,38	1,53
358 900	CME GROUP	Finanza	246,40	65 911 127,67	0,88
1 110 000	ENSCO PLC	Energia	40,43	33 448 088,25	0,45
1 968 508	FIRST SOLAR INC	Industria	63,21	92 740 098,89	1,24
3 129 998	FMC TECHNOLOGIES INC	Energia	37,60	87 715 528,66	1,17
878 149	INTERCONTINENTALEXCHANGE INC	Finanza	118,26	77 401 729,70	1,04
612 192	MASTERCARD	Settore IT	317,16	144 714 030,50	1,94
1 265 549	MEAD JOHNSON NUTRITION	Beni di prima necessità	68,83	64 923 408,86	0,87
5 297 100	NEWMONT MINING	Materiali	62,90	248 332 406,65	3,32
6 384 600	ORACLE	Settore IT	28,74	136 761 872,25	1,83

Portafoglio Carmignac Investissement al 30/09/2011 (segue)

			Quotazioni in valute estere	Valore totale (€)	% Patrimonio netto
2 622 496	SCHLUMBERGER	Energia	59,73	116 748 666,68	1,56
5 005 400	SKYWORKS SOLUTIONS	Settore IT	17,94	66 927 685,77	0,90
900 000	TRANSOCEAN	Energia	47,74	32 023 552,21	0,43
2 283 310	VERTEX PHARMACEUTICAL INC	Sanità	44,54	75 798 335,99	1,01
Canada				904 155 683,02	12,09
5 508 000	BARRICK GOLD	Materiali	46,65	191 509 428,34	2,56
1 909 067	DETOUR GOLD	Materiali	27,30	37 276 064,16	0,50
4 946 250	FIRST QUANTUM MINERALS LTD	Materiali	13,95	49 351 062,12	0,66
7 341 357	GOLDCORP INC	Materiali	45,64	249 727 609,36	3,34
5 140 100	HUDBAY MINERALS INC	Materiali	9,77	35 918 018,10	0,48
21 904 871	KINROSS GOLD CORP	Materiali	14,78	232 483 949,59	3,11
2 390 000	POTASH CORP	Materiali	43,22	76 988 745,62	1,03
20 871 479	URANIUM-1 INC	Energia	2,07	30 900 805,73	0,41
Australia				172 028 526,42	2,30
5 490 593	CSL	Sanità	29,68	118 044 766,56	1,58
2 294 476	WOODSIDE PETROLEUM	Energia	32,48	53 983 759,86	0,72
Giappone				97 112 411,44	1,30
927 350	FANUC LTD	Industria	10 830,00	97 112 411,44	1,30
Europa				1 131 204 476,11	15,13
5 114 869	CIE FINANCIERE RICHEMONT	Beni voluttuari	40,95	171 866 649,34	2,30
1 540 387	ESSILOR SA	Sanità	53,99	83 165 494,13	1,11
371 068	HERMES INTERNATIONAL	Beni voluttuari	225,85	83 805 707,80	1,12
5 289 708	JERONIMO MARTINS	Beni di prima necessità	11,75	62 154 069,00	0,83
1 469 500	LVMH	Beni voluttuari	99,65	146 435 675,00	1,96
3 334 500	NESTLE SA	Beni di prima necessità	50,10	137 079 223,76	1,83
1 931 978	NOVO NORDISK AS	Sanità	556,00	144 354 747,93	1,93
1 331 000	PERNOD RICARD	Beni di prima necessità	58,83	78 302 730,00	1,05
1 658 000	RANDGOLD RESOURCES LTD	Materiali	96,72	119 521 323,69	1,60
754 483	SAFT GROUPE SA	Industria	20,20	15 240 556,60	0,20
5 874 021	TULLOW OIL	Energia	13,09	89 278 298,86	1,19
AZIONI PAESI EMERGENTI				2 287 987 310,12	30,61
America Latina				479 309 498,45	6,41
13 373 800	ALL AMERICA LATINA LOGISTICA (Brasile)	Industria	8,53	45 804 546,79	0,61
1 086 676	BANCOLOMBIA (Colombia)	Finanza	55,70	45 112 807,04	0,60
798 060	CREDICORP (Perù)	Finanza	92,20	54 841 717,22	0,73
15 163 165	CYRELA BRAZIL REALTY (Brasile)	Beni voluttuari	11,71	71 275 651,50	0,95
4 301 000	GRUPO FINANCIERO GALICIA (Argentina)	Finanza	8,28	26 542 654,84	0,36
855 262	GRUPO PAO DE ACUCAR (Brasile)	Beni di prima necessità	30,78	19 620 603,98	0,26
209 150	HRT PARTICIPACOES EM PETROLEO (Brasile)	Energia	750,00	62 983 076,03	0,84
3 169 857	ITAU UNIBANCO (Brasile)	Finanza	29,05	36 973 498,16	0,49
4 836 800	PACIFIC RUBIALES ENERGY CORP (Colombia)	Energia	22,20	76 799 313,38	1,03
11 163 686	ROSSI RESIDENCIAL (Brasile)	Finanza	8,78	39 355 629,51	0,53
Asia				1 808 677 811,67	24,19
23 575 000	ASTRA INTERNATIONAL (Indonesia)	Beni voluttuari	63,65	127 234 803,97	1,70
1 550 000	BAIDU (Cina)	Settore IT	106,91	123 507 863,16	1,65
147 397 565	BANK CENTRAL ASIA (Indonesia)	Finanza	7,70	96 235 841,87	1,29
63 663 662	BANK OF AYUDHYA (Thailandia)	Finanza	20,00	30 529 225,28	0,41
388 776 990	CHINA CONSTRUCTION BANK (Cina)	Finanza	4,79	178 293 675,52	2,38
62 835 500	CHINA LIFE INSURANCE (Cina)	Finanza	18,80	113 100 049,79	1,51
117 359 969	CHINA OVERSEAS LAND (Hong Kong)	Finanza	11,32	127 193 900,23	1,70
14 213 000	DLF LIMITED (India)	Finanza	218,90	47 347 970,93	0,63
65 563 252	GMR INFRASTRUCTURE (India)	Servizi di pubblica utilità	27,05	26 989 672,27	0,36
135 509 600	GOME ELECTRICAL APPLIANCES (Cina)	Beni voluttuari	1,83	23 742 203,58	0,32
38 302 070	HANG LUNG PROPERTIES (Cina)	Finanza	23,40	85 810 014,36	1,15
20 389 920	HOUSING DEVELOPMENT FINANCE (India)	Finanza	640,90	198 875 168,92	2,66
343 267 500	ICBC (Cina)	Finanza	3,82	125 543 988,40	1,68
15 195 993	ICICI BANK (India)	Finanza	875,40	212 744 590,70	2,85
2 800 000	INFOSYS TECHNOLOGIES (India)	Settore IT	2 533,05	107 937 324,42	1,44
39 552 500	SUN ART RETAIL (Cina)	Beni di prima necessità	8,10	30 673 181,87	0,41
85 048 000	WYNN MACAU (Cina)	Beni voluttuari	18,78	152 918 336,40	2,05
VALORE DEL PORTAFOGLIO				6 598 117 520,36	88,26
PATRIMONIO NETTO				7 475 842 315,71	100,00

*Sito di produzione

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