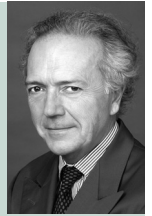




Investissement

Rapport de Gestion au 31 mars 2012



E. Carmignac

Actif net global du Fonds 8 292 243 507,83 €

Valeur liquidative de Carmignac Investissement (A) 8 641,89 €

Valeur liquidative de Carmignac Investissement (E) 131,53 €

Valeur liquidative de Carmignac Investissement (GBP) 92,13 £

Carmignac Investissement s'est apprécié en ce trimestre (+6,64%), à un rythme légèrement en deçà de son indicateur de référence (+8,48%). Evoquant la confirmation du repli inflationniste en Chine, l'amélioration de la liquidité en Europe et la fin du blocage politique aux Etats-Unis, nous concluons l'analyse économique de notre dernier rapport sur une note positive : « ces déblocages majeurs sont capables de laisser les valorisations des marchés se hisser vers leur niveau d'équilibre et nous conduisent à relever l'exposition du Fonds à 90% ». La hausse généralisée des marchés d'actions au cours du trimestre écoulé nous a donné raison, permettant au Fonds de produire une performance proche de celle de son indicateur en dépit d'un positionnement initial résolument défensif. Mais après plus de cinq mois de rebond boursier, les évolutions macro-économiques et de marchés nous incitent-elles encore au maintien d'un positionnement offensif ?

Les Etats-Unis ont une nouvelle fois surpris par la résilience de leur économie. La faiblesse du dollar, la flexibilité du marché du travail, le désendettement considérable des entreprises, leur confèrent une position compétitive telle que s'y multiplient les exemples de relocalisation industrielle. L'emploi s'y est ainsi largement amélioré, avec des créations nettes mensuelles de 200 000 depuis septembre 2011 et un taux de chômage passé de 9,1% à 8,2% sur la même période. Ce progrès a participé à la stabilisation du marché immobilier résidentiel où les saisies sont en baisse, contribué aussi à une meilleure perception de l'activité économique par les ménages et les entreprises comme en ont témoigné les rebonds des indices de sentiment et les indicateurs avancés de l'activité, même si ceux-ci plafonnent depuis deux mois. Par ailleurs, le développement de la production de gaz de schiste contribue à une utilisation accrue de ce combustible aux dépens de produits importés, autorisant une moindre dégradation de la balance commerciale en période de surperformance économique. Enfin, les Etats-Unis peuvent compter sur la détermination sans faille de la Réserve Fédérale à fournir à l'économie et aux marchés toute la liquidité dont ils ont besoin pour parvenir à une dynamique de croissance satisfaisante. Celle-ci facilite la réduction de l'effet de levier des ménages et des entreprises, tout en améliorant les comptes publics sans que soit nécessaire la mise en œuvre d'une politique de rigueur budgétaire trop contraignante.

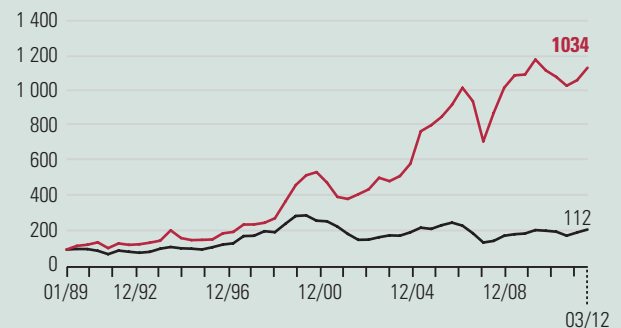
Dans ce tableau prometteur pour l'avenir à moyen terme de l'économie américaine, deux ombres sont cependant à noter. D'abord, la hausse de seulement 0,3% en glissement annuel du revenu disponible réel des ménages, que ces derniers compensent en réduisant au minimum leur taux épargne (3,7% en février). Certes, la stabilisation des prix dans l'immobilier résidentiel et la reprise de la Bourse renforcent la confiance des consommateurs, mais ce regain d'addiction à la dépense est fragilisé par un faible taux d'épargne et la perspective d'un tour de vis fiscal après les élections de novembre prochain. Ensuite, les cours élevés du pétrole constituent un frein indéniable aux ardeurs des consommateurs. A près de 5% du revenu disponible, la dépense énergétique approche le seuil au-delà duquel la hausse des cours a historiquement conduit, sinon à la récession, du moins à un ralentissement prononcé. Ce facteur pétrole est à suivre avec d'autant plus d'attention qu'une résolution rapide et satisfaisante de l'hypothèque iranienne semble improbable.

La bonne santé de l'économie américaine, tout en contribuant à mettre en arrière plan ces facteurs de risque, a porté les marchés d'actions sur des valorisations qui, sans être excessives, sont tout de même moins attrayantes. Les indices Standard and Poor's et Nasdaq des valeurs de croissance se négociaient fin mars à des P/E respectifs de 13,5 fois et 16 fois les résultats anticipés de 2012 pour des croissances attendues des résultats de 10% et 15% en 2012. Après 27% de hausse en moins de six mois, auxquels nous devons reconnaître avoir insuffisamment participé, les investisseurs pourraient devenir plus exigeants à l'égard d'entreprises qui ont assuré une bonne part de leur profitabilité par un strict contrôle de leur masse salariale, dont la croissance limitée affaiblit l'évolution du revenu disponible. Une pause dans la dynamique boursière américaine semble ainsi envisageable même si le renforcement des fondamentaux américains de moyen terme reconforte.

En revanche, la crise européenne est loin d'être résolue. Si les injections massives de liquidités de la part de la BCE ont mis entre parenthèses, comme nous l'anticipions, la crise européenne au cours du premier trimestre, leurs effets montrent déjà des signes d'essoufflement. Comme nous l'évoquons dans le rapport de **Carmignac Patrimoine**, les marges de crédit souverain se ré-écartent depuis début mars pour les pays en situation budgétaire délicate et le crédit au secteur privé est au mieux atone. Le mauvais comportement des obligations d'Etat espagnoles et, dans une moindre mesure, italiennes (où les banques commerciales ont acquis pour plus de 200 milliards d'euros de dette publique domestique au cours du premier trimestre), ne va-t-il pas contribuer à affaiblir encore le bilan des banques commerciales ? En outre, ce financement des déficits publics facilité par la BCE ne crée-t-il pas un effet d'éviction à l'encontre du secteur privé comme tend à le montrer la contraction du crédit privé en février ? Dans toute l'Europe du Sud, les cures d'austérité mises en œuvre semblent annihiler les effets de la liquidité fournie par la Banque centrale. Leurs effets négatifs sur l'économie renforcent la défiance à l'égard de la profitabilité du secteur

Évolution du Fonds depuis sa création

■ Carmignac Investissement (A)
■ MSCI AC World Index Free (Eur, hors div.)



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.

concurrentiel, tout en réduisant les recettes budgétaires. L'Europe ne parvient pas à conjuguer rééquilibrage budgétaire et mesures favorables à la croissance. L'impérieuse nécessité de réduction des dépenses publiques en France au lendemain de l'élection présidentielle réduira encore le dynamisme économique européen. Hors dépréciation forte et volontaire de l'euro dans un proche avenir, une nouvelle phase aigüe de la crise nous paraît inévitable. Dans ce contexte adverse où seul le marché allemand parvient à tirer son épingle du jeu, nous continuons à aborder l'investissement européen en actions par le biais des grandes valeurs d'exportation et restons notamment à l'écart des sociétés de services publics ainsi que du secteur bancaire. Valorisé à 9 fois les bénéfices anticipés de 2012, le marché européen des actions ne nous semble cependant pas bon marché eu égard aux menaces que font peser les nouvelles périodes de turbulence économique et financière qui s'annoncent et accompagneront l'impact d'une hausse prévisible de la pression fiscale sur les capacités bénéficiaires des entreprises européennes.

L'économie mondiale a besoin dans ce contexte d'un univers émergent qui conserve son dynamisme. L'Inde subit cependant l'incapacité de sa classe politique à mettre en œuvre les réformes nécessaires à un développement économique vertueux. Les comptes publics et extérieurs y sont largement déficitaires. Le Brésil va au contraire pouvoir bénéficier d'une politique monétaire et de change favorable au retour d'une croissance affirmée. Quant à la Chine, sa situation économique mérite une attention particulière. Le nouvel objectif de croissance abaissé à 7,5%, ainsi que l'attente de la nomination du nouveau pouvoir exécutif en octobre, peuvent laisser présager des politiques monétaire et budgétaire moins ambitieuses que par le passé. Faut-il pour autant, avec le consensus, considérer qu'un sévère ralentissement se profile en Chine ? Certainement pas ! Nous considérons que les autorités encore en place maîtrisent la légère inflexion du rythme de croissance qu'elles ont décidé de mettre en œuvre afin de purger les derniers effets, principalement sur le marché immobilier, de la surchauffe provoquée par le plan de relance massif de 2008. Les données récentes, en matière de crédit notamment, indiquent sans équivoque que les forces sous-jacentes de l'économie chinoise demeurent intactes. Si pourtant l'économie venait à connaître un fléchissement d'une ampleur non désirée, les marges de manœuvre pour y remédier sont nombreuses, à commencer par le niveau du ratio de réserves obligatoires des banques qui peut être sensiblement abaissé. Mais, comme nous l'avons écrit à plusieurs reprises, le passage même progressif d'une croissance fondée sur l'investissement en infrastructure à une croissance davantage orientée vers la consommation, nécessite l'ancrage profond des anticipations d'inflation que les autorités s'efforcent de mettre patiemment en place. Aussi, plutôt que de nous inquiéter pour la Chine, préférons-nous nous montrer patients à l'égard de sa politique monétaire et ne pas perdre de vue les valorisations boursières. Celles-ci ne capitalisent que 9 fois les bénéfices 2012 des sociétés chinoises cotées à Hong Kong alors que la croissance attendue de leurs résultats est sensiblement supérieure à un avenir prévisible.

Stratégie d'investissement

Les difficultés européennes, potentiellement accentuées à court terme par l'élection française, la probable modération, même ponctuelle, du consommateur américain, ainsi que le léger ralentissement de l'économie chinoise nous incitent en ce début de trimestre à réduire tactiquement l'exposition du Fonds aux marchés d'actions autour de 75%. Cette réduction est principalement assurée par des ventes à terme sur l'indice Eurostoxx et, plus marginalement, sur l'indice américain Standard and Poor's 500. Parallèlement, nous conservons une exposition naturelle au dollar à travers l'ensemble de nos investissements réalisés en dehors de la zone euro. Nos avoirs sont ainsi partiellement couverts contre les risques de déception à l'égard de la croissance mondiale et, plus spécifiquement, contre le risque de retour des turbulences européennes. La réalisation de l'un ou l'autre de ces deux risques conduirait en effet à l'appréciation du dollar contre euro. A plus long terme, la liquidité mondiale surabondante et les bons fondamentaux américains comme émergents nous semblent capables de prolonger la hausse des marchés d'actions entamée début 2009.

■ **Le thème de l'amélioration du niveau de vie dans les pays émergents a de nouveau été renforcé, passant de 37,3% des encours à 44,2%.** Entre une Europe en difficulté et des actions américaines correctement valorisées, la sous-valorisation de l'univers émergent eu égard à la croissance attendue des profits continue de nous motiver. Nous avons ainsi constitué une ligne sur **Las Vegas Sands**, qui nous permet de tirer parti de l'essor de l'activité des casinos du groupe à Singapour et Macau dans des conditions de valorisation particulièrement attrayantes. **AIA**, premier assureur privé asiatique, fait également son entrée dans le portefeuille, tant la qualité de son management nous semble devoir lui permettre de saisir les multiples opportunités de croissance que recèle cette partie du monde. Nous avons aussi poursuivi la constitution de positions notables initiées au cours du trimestre précédent dans les valeurs **Ambev**, leader panaméricain de la bière et du soda, et **Yum ! Brands**, qui gère admirablement son développement en Chine avec l'ouverture de 500 restaurants par an. Enfin, nous avons renforcé notre position en **LVMH**, dont les perspectives dans les pays neufs restent impressionnantes et la valorisation raisonnable. Côté allègements, nous avons réduit nos positions sur **Bank Central Asia** en Indonésie et le distributeur chinois **Gome** dont les perspectives nous ont déçus.

■ **Les valeurs défensives ont connu quelques dégagements qui réduisent leur poids de 14,2% à 11,8% des encours.** Les lignes CSL et Mastercard ont été intégralement réalisées, après de remarquables parcours qui les ont conduits à des valorisations que nous jugeons élevées.

■ **La thématique de l'énergie a elle aussi été renforcée, passant de 13,9% des encours à 15,8%.** Deux positions ont ainsi été introduites dans les services pétroliers : **Halliburton**, généraliste sous-valorisé, et **Core Laboratories**, société d'ingénierie spécialisée dans la préparation de plans de forage. Inversement, des bénéfices partiels ont été pris sur la ligne **FMC Technologies**.

■ **Le secteur minier profite de notre confiance maintenue dans les perspectives de développement des pays neufs, sa pondération passant de 4,0% à 6,0%.** L'action américaine **Caterpillar**, qui profite des investissements dans le secteur a été introduite dans le portefeuille, alors que la position **Potash Corp** a été renforcée, au vu de l'amélioration des perspectives du marché de la potasse.

■ **La thématique de l'innovation, portée de 7,1% à 9,6% des encours,** progresse notamment grâce à l'appréciation d'**Apple** (encore plus de 4% de l'actif après prise partielle de bénéfices) et à l'introduction de **Samsung Electronics**, nouveau numéro un mondial des téléphones portables après le dépassement de Nokia. Le très bon potentiel d'amélioration bénéficiaire du titre **EADS**, avec plus de cinq années de production dans son carnet de commandes, nous a également séduits.

■ **Les mines d'or ont été allégées, leur poids passant de 14,4% à 10,3% des encours,** par l'effet conjugué de la baisse des cours (l'indice sectoriel s'étant déprécié de 7,6%) et la réduction des positions **Newmont** et **Barrick Gold**. L'activisme des Banques centrales a repoussé le risque déflationniste sans encore réveiller le spectre inflationniste, concourant à une relative stabilité du prix du métal jaune. La faiblesse des cours des producteurs, valorisés dans leur ensemble à 11,3 fois leurs estimations bénéficiaires 2012, nous semble devoir constituer un plancher.

■ **Le poste trésorerie a été réduit nettement au début du trimestre précédent, de 9% à 2,1%,** afin de réexposer le portefeuille.

Parmi les meilleures progressions du trimestre, soulignons celles de :

Valeurs	Performance
Pacific Rubiales , pétrole et gaz, Colombie	+55%
Apple , matériel électronique, Etats-Unis	+48%
ICICI Bank , banque, Inde	+30%
Baidu , Internet, Chine	+25%
Fanuc , robotique, Japon	+25%

Performances cumulées (%)	Depuis le 30/12/2011	3 mois	6 mois	1 an	3 ans	5 ans	10 ans	Depuis la date de la 1 ^{ère} VL du Fonds
Carmignac Investissement (A)	6,64	6,64	9,91	1,35	49,13	35,15	184,96	1033,73
Carmignac Investissement (E)	6,47	6,47	9,54	0,61	44,52	27,23	—	31,53
MSCI AC World (Eur) (Dividendes non réinvestis)	8,48	8,48	19,66	3,36	64,47	-11,23	-9,04	112,43
Moyenne de la Catégorie*	10,26	10,26	19,97	3,78	63,47	-5,80	5,80	220,73
Classement (quartile)	4	4	4	3	4	1	1	1

* Actions International Gdes Cap. Croissance

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.

Contribution à la performance brute trimestrielle (%)

Portefeuille	Dérivés Actions & Taux	Dérivés Devises	Total
8,62	-1,00	-0,08	7,54

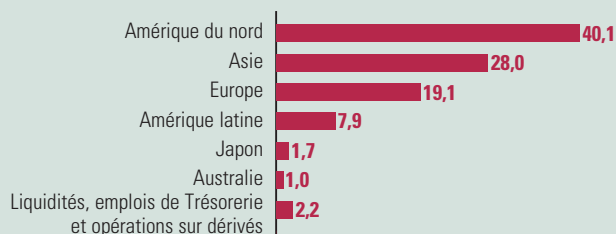
Value at Risk

Fonds	Indicateur de référence
99% - 20 jours (2 ans)	10,70%
	14,02%

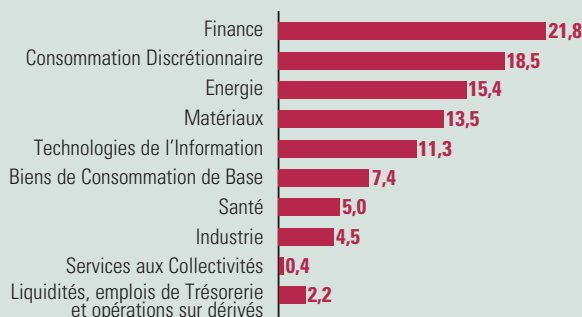
Statistiques (%)

	1 an	3 ans
Volatilité du Fonds	10,19	13,55
Volatilité de l'indicateur	13,86	12,86
Ratio de sharpe	0,05	1,01
Bêta	0,51	0,69
Alpha	0,21	0,26

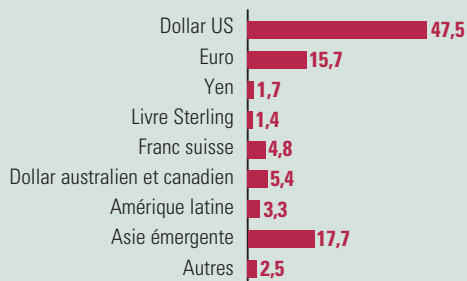
Répartition géographique (hors dérivés) (%)



Répartition sectorielle (hors dérivés) (%)



Exposition nette par devise du Fonds (%)



Portefeuille Carmignac Investissement au 31/03/2012

	Cours en devises	Valeur totale (€)	% actif net	
LIQUIDITES, EMPLOIS DE TRESORERIE ET OPERATIONS SUR DERIVES		178 288 809,65	2,15	
LIQUIDITES (DONT LIQUIDITES LIEES AUX OPERATIONS DERIVEES)		152 927 751,47	1,84	
PENSION		25 361 058,18	0,31	
ACTIONS PAYS DEVELOPPES		5 135 264 779,09	61,93	
Amérique du nord		3 327 368 530,88	40,13	
6 255 000 ANADARKO PETROLEUM	Energie	78,34	367 963 280,00	4,44
767 000 APPLE INC	Technologies de l'Information	599,47	345 268 070,90	4,16
1 500 000 CATERPILLAR	Industrie	106,52	119 981 977,90	1,45
1 853 000 CELGENE CORP	Santé	77,52	107 865 555,30	1,30
2 912 641 CHECK POINT SOFTWARE	Technologies de l'Information	63,84	139 628 295,70	1,68
299 656 CME GROUP	Finance	289,33	65 104 355,70	0,79
1 200 000 DOLLAR TREE	Consommation Discrétionnaire	94,49	85 145 303,00	1,03
2 150 000 ENSCO PLC	Energie	52,93	85 454 306,53	1,03
2 129 998 FMC TECHNOLOGIES INC	Energie	50,42	80 644 664,08	0,97
5 920 001 HALLIBURTON	Energie	33,19	147 544 366,70	1,78
751 891 INTERCONTINENTALEXCHANGE INC	Finance	137,42	77 588 692,06	0,94
4 774 292 LAS VEGAS SANDS CORP	Consommation Discrétionnaire	57,57	206 394 826,50	2,49
1 642 549 MEAD JOHNSON NUTRITION	Biens de Consommation de Base	82,48	101 732 703,70	1,23
2 677 100 NEWMONT MINING	Matériaux	51,27	103 067 445,40	1,24
2 997 496 SCHLUMBERGER	Energie	69,93	157 403 991,40	1,90
3 290 000 YUM! BRANDS INC	Consommation Discrétionnaire	71,18	175 852 068,80	2,12

Portefeuille Carmignac Investissement au 31/03/2012 (suite)			Cours en devises	Valeur totale (€)	% actif net
4 408 000	BARRICK GOLD	Matériaux	43,48	143 921 183,50	1,74
1 913 267	DETOUR GOLD	Matériaux	24,87	35 751 117,84	0,43
4 946 250	FIRST QUANTUM MINERALS LTD	Matériaux	19,02	70 684 604,98	0,85
1 866 440	FRANCO-NEVADA CORP	Matériaux	42,89	60 146 220,07	0,73
7 341 357	GOLDCORP INC	Matériaux	45,06	248 405 456,50	3,00
5 140 100	HUBBAY MINERALS INC	Matériaux	10,94	42 250 042,45	0,51
21 904 871	KINROSS GOLD CORP	Matériaux	9,79	154 549 818,05	1,86
4 670 000	POTASH CORP	Matériaux	45,69	160 225 501,20	1,93
21 523 279	URANIUM-1	Energie	2,77	44 794 682,62	0,54
Australie				84 674 275,69	1,02
3 126 940	WOODSIDE PETROLEUM	Energie	34,81	84 674 275,69	1,02
Japon				141 184 435,90	1,70
1 054 000	FANUC LTD	Industrie	14 680,00	141 184 435,90	1,70
Europe				1 582 037 536,62	19,08
5 114 869	CIE FINANCIERE RICHEMONT (Suisse)	Consommation Discrétionnaire	56,60	240 519 740,30	2,90
382 930	CORE LABORATORIES (Pays-Bas)	Energie	131,57	37 832 920,40	0,46
1 966 000	EADS (Pays-Bas)	Industrie	30,71	60 366 030,00	0,73
1 540 387	ESSILOR SA (France)	Santé	66,83	102 944 063,20	1,24
411 068	HERMES INTERNATIONAL (France)	Consommation Discrétionnaire	252,65	103 856 330,20	1,25
756 086	INDITEX (Espagne)	Consommation Discrétionnaire	71,82	54 302 096,52	0,65
5 289 708	JERONIMO MARTINS (Portugal)	Biens de Consommation de Base	15,28	80 800 289,70	0,97
1 639 500	LVMH (France)	Consommation Discrétionnaire	128,85	211 249 575,00	2,55
3 334 500	NESTLE SA (Suisse)	Biens de Consommation de Base	56,80	157 354 380,40	1,90
1 991 978	NOVO NORDISK AS (Danemark)	Santé	772,50	206 839 481,30	2,49
1 045 000	PERNOD RICARD (France)	Biens de Consommation de Base	78,40	81 928 000,00	0,99
1 658 000	RANDGOLD RESOURCES LTD (Royaume-Uni)	Matériaux	87,98	109 537 313,20	1,32
754 483	SAFT GROUPE SA (France)	Industrie	24,30	18 333 936,90	0,22
6 340 845	TULLOW OIL (Royaume-Uni)	Energie	15,27	116 173 379,50	1,40
ACTIONS PAYS EMERGENTS				2 978 689 919,09	35,92
Amérique latine				656 114 946,33	7,91
8 959 976	ALL AMERICA LATINA LOGISTICA (Brésil)	Industrie	9,05	33 377 699,35	0,40
3 026 000	AMBEV (Brésil)	Biens de Consommation de Base	41,32	93 890 756,18	1,13
1 086 676	BANCOLOMBIA (Colombie)	Finance	64,66	52 762 987,28	0,64
840 835	CREDICORP (Pérou)	Finance	131,82	83 231 110,39	1,00
14 855 679	CYRELA BRAZIL REALTY (Brésil)	Consommation Discrétionnaire	16,15	98 758 508,72	1,19
1 230 342	GRUPO PAO DE ACUCAR (Brésil)	Biens de Consommation de Base	47,62	43 995 559,09	0,53
187 450	HRT PARTICIPACOES EM PETROLEO (Brésil)	Energie	632,26	48 784 529,93	0,59
3 654 665	ITAU UNIBANCO (Brésil)	Finance	34,93	52 546 903,95	0,63
4 858 355	PACIFIC RUBIALES ENERGY CORP (Colombie)	Energie	29,14	106 369 484,00	1,28
10 446 274	ROSSI RESIDENCIAL (Brésil)	Finance	9,86	42 397 407,44	0,51
Asie				2 322 574 972,76	28,01
27 537 881	AIA GROUP (Hong Kong)	Finance	28,45	75 774 251,11	0,91
23 575 000	ASTRA INTERNATIONAL (Indonésie)	Consommation Discrétionnaire	73,95	143 168 418,30	1,73
1 954 000	BAIDU (Chine)	Technologies de l'Information	145,77	213 887 947,70	2,58
95 956 532	BANK CENTRAL ASIA (Indonésie)	Finance	8,00	63 040 823,51	0,76
64 345 022	BANK OF AYUDHYA (Thaïlande)	Finance	27,00	42 287 995,24	0,51
380 351 773	CHINA CONSTRUCTION BANK (Chine)	Finance	6,00	220 721 967,40	2,66
65 133 900	CHINA LIFE INSURANCE (Chine)	Finance	20,15	126 937 808,70	1,53
117 717 569	CHINA OVERSEAS LAND (Hong Kong)	Finance	14,76	168 049 221,80	2,03
14 213 000	DLF LIMITED (Inde)	Finance	201,75	42 266 022,00	0,51
65 563 252	GMR INFRASTRUCTURE (Inde)	Services aux Collectivités	31,05	30 006 418,82	0,36
178 145 273	GOME ELECTRICAL APPLIANCES (Chine)	Consommation Discrétionnaire	1,61	27 740 165,15	0,33
38 302 070	HANG LUNG PROPERTIES (Chine)	Finance	28,45	105 393 391,40	1,27
20 537 459	HOUSING DEVELOPMENT FINANCE (Inde)	Finance	673,30	203 820 183,57	2,46
328 750 978	ICBC (Chine)	Finance	5,01	159 299 217,50	1,92
16 354 493	ICICI BANK (Inde)	Finance	890,20	225 308 114,96	2,72
2 800 000	INFOSYS TECHNOLOGIES (Inde)	Technologies de l'Information	2 866,30	118 296 460,50	1,43
141 875	SAMSUNG ELECTRONICS (Corée du Sud)	Technologies de l'Information	1 275 000,00	119 883 818,00	1,45
49 111 000	SUN ART RETAIL GROUP (Chine)	Biens de Consommation de Base	10,52	49 969 313,20	0,60
85 048 000	WYNN MACAU (Chine)	Consommation Discrétionnaire	22,70	186 723 433,90	2,25
VALEUR DU PORTEFEUILLE				8 113 954 698,18	97,85
ACTIF NET				8 292 243 507,83	100,00