



E. Carmignac

Carmignac Investissement est un fonds actions internationales investi sur les places financières du monde entier; il est orienté vers la recherche d'une performance absolue et maximale à travers une gestion active et "non benchmarkée", sans contrainte a priori d'allocation par zone, secteur, type ou taille de valeurs.

GESTION ACTIONS GLOBALE

CARMIGNAC

Investissement

Rapport de Gestion au 31 décembre 2008

Carmignac Investissement Part A

Actif net	2 263 843 869,30 €
Nombre de parts	415 215,93
Valeur de la part	5 452,20 €

Progression au cours du trimestre	
Fonds	-9,9%
Indicateur	-20,6%

Progression depuis le début de l'année	
Fonds	-29,9%
Indicateur	-40,4%

Carmignac Investissement Part E

Actif net	70 124 701,64 €
Nombre de parts	817 269,61
Valeur de la part	85,80 €

Progression au cours du trimestre	
Fonds	-10,1%
Indicateur	-20,6%

Progression depuis le début de l'année	
Fonds	-30,4%
Indicateur	-40,4%

Analyse économique

Malgré une reprise au cours du quatrième trimestre, **Carmignac Investissement** enregistre en 2008 la pire performance de son histoire (-29,9%). Cette déception tient principalement à notre prise en compte insuffisante de l'aggravation de la crise financière consécutive à la mise en faillite de Lehman Brothers, le Fonds n'ayant pas amorti la forte baisse des marchés pendant les mois de septembre et octobre. Dès novembre, la restructuration approfondie du portefeuille en faveur de valeurs plus défensives, conjointement au renforcement des couvertures, ont permis de renouer avec une performance positive (+4,3%), alors que les marchés poursuivaient leur mouvement de repli (-12,1%). Ce retournement est largement imputable au bon comportement de nos pharmaceutiques européennes, mais aussi à la vive reprise des mines d'or et actions chinoises domestiques détenues.

Avec le bénéfice d'un peu de recul, la crise que nous connaissons se révèle profondément atypique. En adoptant une lecture à long terme, elle s'analyse comme la fin d'un cycle Kondratieff dont la durée habituelle – une cinquantaine d'années – aura été prolongée par une forte injection de crédit à partir de l'an 2000. Ce cycle aura été porté par la génération des baby boomers qui approchant aujourd'hui de l'âge de la retraite, devrait être plutôt en phase de constitution d'épargne que de consommation débridée. Pourtant, l'accès à un crédit facile et bon marché aura hissé l'endettement des ménages américains et, dans une moindre mesure européens, à un niveau sans précédent. Ainsi, le ménage moyen américain consacre-t-il 14% de son revenu après impôts au service de son endettement, soit plus que son budget alimentaire. À soixante ans révolus, le « papi boomer », souvent dénué d'un plan de retraite satisfaisant, se doit enfin d'épargner, d'autant que la crise a significativement écorné la valeur de ses actifs immobiliers et financiers. Dans ces conditions, la crise du crédit ne fait qu'aggraver le ralentissement durable dicté par la démographie des deux côtés de l'Atlantique.

À plus court terme, la sortie de la crise financière qui paralyse l'activité des pays développés suppose la remise à flot des banques et une relance de l'activité. Dans notre rapport de septembre dernier, nous écrivions : « *la panne du crédit, même sur une courte période,*

va avoir des conséquences évidentes sur la croissance économique et sur l'activité des entreprises. Car même si les mesures prises de concert par les gouvernements sont capables de débloquer le crédit à brève échéance, la panne a déjà eu lieu et le coup de semonce aura été tel que la tentation du repli pour les agents économiques risque de durer ». Non seulement le crédit n'a pas encore été sensiblement débloqué, mais encore les effets de la panne de crédit, ont dépassé toutes nos craintes : jamais les statistiques économiques n'avaient connu en temps de paix une dégradation aussi violente que celle endurée au cours du quatrième trimestre 2008. Pourtant, les autorités n'ont pas compté leurs efforts pour soutenir le système bancaire. Ainsi, les engagements de garantie et de soutien divers souscrits par les gouvernements anglais et irlandais auprès de leurs établissements de crédit se montent potentiellement à plus de 5 fois les PNB respectifs de la Grande-Bretagne et de l'Irlande, mettant en péril la notation de leurs signatures pays. Aux Etats-Unis, l'accumulation des concours sous diverses formes auprès des banques constitue déjà les bases d'une nationalisation de facto. Afin de relancer le crédit, les autorités sont engagées dans une course poursuite effrénée pour renflouer les bilans bancaires à un rythme au moins équivalent à leur dégradation. Cet impératif étant catégorique, le nécessaire sera fait. A cet effort considérable s'ajoute le fardeau alourdi des plans substantiels de relance d'activité sur les finances publiques des pays développés, qui pourrait à terme peser sur le coût des emprunts d'Etat. Ne nous leurrions pas néanmoins sur leur impact. Dans une conjoncture déflationniste, les injections de pouvoir d'achat sont en partie stérilisées par la reconstitution d'épargne, et les dépenses d'infrastructure ont un effet différé sur l'activité.

Doit-on pour autant désespérer ? Non point. Comme nous le développons dans le rapport de **Carmignac Patrimoine**, la panne d'activité actuelle a un ressort artificiel, elle n'a pas été engendrée par un repli « naturel » de la demande. Une normalisation relative du crédit, même modeste, est susceptible de susciter une relance brutale de l'activité, ne serait-ce que par la reconstitution des stocks. À cet égard, la détente significative des marges sur les taux interbancaires en Europe est encourageante. Une telle reprise, même

fragile, est susceptible de donner lieu à un vif rebond des marchés à partir de leurs niveaux dépréciés actuels. Les entreprises européennes et américaines se négocient à leurs plus bas niveaux de valorisation par rapport à leur situation nette ou leurs ventes depuis 1990.

Et puis, les pays développés ne sont plus seuls. Comme nous l'évoquons dans le rapport de **Carmignac Emergents**, les pays neufs ont été dans leur ensemble victimes d'une aversion au risque peu discriminante. Certes, la mise en berne du consommateur américain – qui à lui seul représente encore 12% du PNB mondial – touche de plein fouet les économies notoirement exportatrices (Taiwan, Corée), la baisse des matières premières nuit aux pays trop dépendants tels que la Russie et l'Afrique du Sud, alors que la crise du crédit assombrit les perspectives des économies fragilisées par un lourd taux d'endettement (Turquie, Ukraine). Néanmoins, ces facteurs n'affectent que dans une moindre mesure les nouvelles locomotives de la croissance mondiale que sont la Chine, l'Inde et le Brésil. **Anticiper dans ces conditions une récession mondiale nous semble relever d'un pessimisme excessif, même si la brutalité de la décélération en cours peut donner lieu à des trous d'air déstabilisants.** Ces pays majeurs ont de véritables moteurs de croissance internes que le catastrophisme ambiant a trop tendance à ignorer.

Stratégie d'investissement

Si les facteurs de retournement des marchés ne doivent être minimisés, force est de reconnaître que l'aggravation de la crise bancaire des deux côtés de l'Atlantique éloigne cette perspective. **Aussi maintiendrons-nous une exposition minimale aux actions (60%) tant que la distribution de crédit nous semblera compromise.** Sans changement, nos couvertures (à hauteur de 11% des actifs) sont principalement constituées de positions vendeuses sur la distribution spécialisée aux Etats-Unis, dont l'initiation remonte à juillet 2007.

■ **Le poste liquidités et emplois de trésorerie est passé de 25,6% à 28,6%.** Les tensions déflationnistes, qui ne se sont pas

amenuisées, justifient ce positionnement d'attente.

■ **Le second poids le plus important de notre allocation est consacré aux mines d'or, qui représentent désormais 17,7% du portefeuille.** Toutes les lignes, déjà présentes trois mois plus tôt, ont été renforcées. **Kinross, Newmont et Barrick** – ayant pour l'essentiel de leur activité en Amérique du Nord – constituent les 3 positions les plus importantes du portefeuille. Les politiques budgétaires et monétaires mises en œuvre dans les principaux pays n'ont pas manqué de commencer à redonner à l'or son rôle de valeur refuge face à des devises dont les fondamentaux se dégradent de jour en jour.

■ **Le poids des autres ressources naturelles a été massivement réduit, passant de 25,6% à 8,9%. Les matériaux de base ont été ramenés à la portion congrue, passant de 5,1% à 2,4%** sous l'effet notamment de la cession intégrale de **BHP Billiton**. La dégradation des perspectives de la demande est particulièrement brutale dans ce secteur, comme en témoigne la forte remontée des stocks du London Metal Exchange.

Le poids des valeurs énergétiques a été divisé par 3 à 6,6% seulement des encours. L'effondrement des cours du pétrole en seulement 6 mois a très largement altéré les attentes du secteur des services pétroliers en particulier avec, notamment, l'observation des premières annulations de contrat.

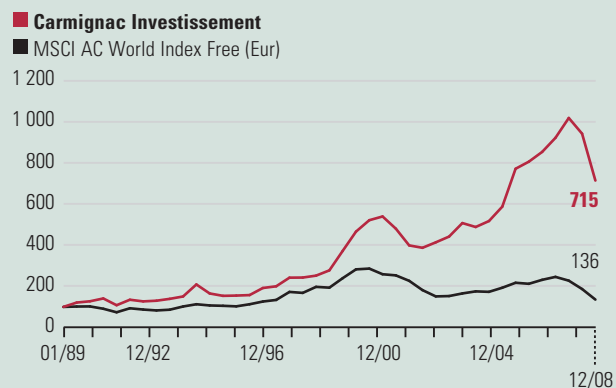
Les fortes baisses de prix des matières premières sont en train de créer les opportunités de demain, en réduisant les projets de développement des offres disponibles. Le redémarrage économique, notamment émergent, ne manquera pas de révéler des goulots d'étranglement aux effets haussiers le moment venu. Aussi entendons-nous revenir le moment opportun d'une façon plus marquée sur ce secteur.

■ **Le contexte déflationniste nous a conduits au renforcement sensible de notre poste « valeurs défensives » à 15% des encours.** Il est constitué de sociétés européennes bien gérées dont les ventes sont peu sensibles à l'activité économique. On y trouve essentiellement des valeurs pharmaceutiques bien positionnées

Performances cumulées (%)	Depuis le 31/12/2007	3 mois	6 mois	1 an	3 ans	5 ans	10 ans	Depuis sa création le 26/01/1989
Carmignac Investissement Part A	-29,88	-9,90	-24,19	-29,88	-7,43	40,73	157,37	615,28
Carmignac Investissement Part E	-30,40	-10,07	-24,47	-30,40	-	-	-	-
MSCI All Countries World Free (Eur)	-40,44	-20,64	-27,48	-40,44	-37,63	-18,07	-29,94	35,68
Moyenne de la Catégorie*	-39,14	-19,53	-27,53	-39,14	-34,16	-14,42	-24,65	67,10
Classement (quartile)	1	1	1	1	1	1	1	1

*Actions internationales – général.

Évolution du Fonds depuis sa création



Statistiques (%)	1 an (52 s.)	3 ans (36 m.)
Volatilité du Fonds	25,58	19,37
Volatilité de l'indicateur	31,62	15,63
Ratio de sharpe	-1,75	-0,31
Bêta	0,60	0,86
Alpha	-0,20	0,94

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.

(Novonordisk, Sanofi Aventis, Actelion, Roche) ou des sociétés alimentaires ou productrices de biens de première nécessité (Beiersdorf, Nestlé, Unilever, Reckitt Benckiser).

■ **Nous maintenons un poste « innovation » représentant 9% des encours, dominé par le secteur des valeurs biotechnologiques.**

Ce thème nous semble constituer un axe important dans le développement économique des années à venir, et peu vulnérable à la faiblesse de la conjoncture. Acquisition de Genentech et Celgene aux Etats-Unis, et de CSL, leader australien dans la fabrication du plasma de synthèse.

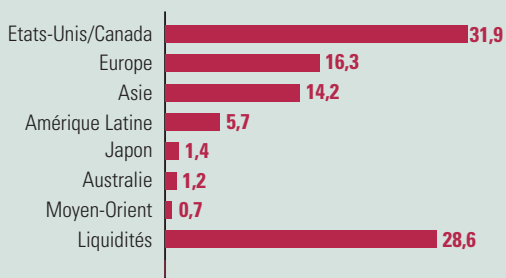
■ **La thématique du développement du niveau de vie dans les pays émergents a été légèrement réduite, passant de 22,9% à 18,5%** sous l'effet de la cession des lignes du transporteur maritime Pacific Basin et de la société de travaux publics China Communication and Construction.

Comme indiqué dans notre analyse économique, nous estimons que la fragilité de l'univers émergent tient plus aux effets directs de la réduction globale de l'effet de levier que de ses fondamentaux propres. Cependant, la crise agit comme un révélateur particulièrement efficace de la solidité (ou de la fragilité) de chacun des pays neufs. Ainsi, nos investissements dans cet univers sont-ils principalement concentrés sur la Chine, l'Inde et le Brésil. La Chine jouit de marges de

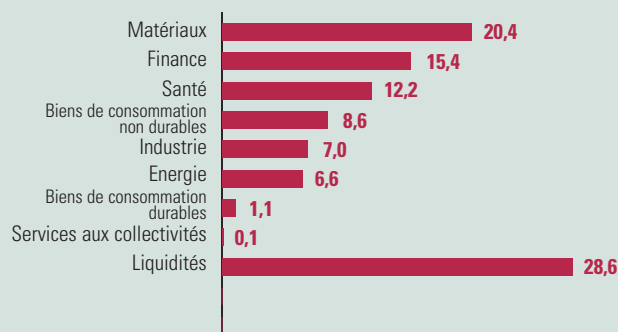
manœuvre considérables pour faire face au ralentissement mondial et il faut reconnaître que dans le contexte actuel, l'autoritarisme de sa politique économique n'est pas nécessairement un désavantage. La forte hausse des octrois de prêts en décembre (+18%) en est une éclatante illustration. Le Brésil, avec son taux directeur à 13,75%, malgré une inflation de 5,9% seulement, constitue le pays où la marge de manœuvre monétaire est de loin la plus importante. De plus, avec un endettement global principalement domestique et qui ne dépasse pas 40% du PIB, il est peu exposé directement aux effets déflationnistes de la réduction de l'effet de levier.

Ainsi construit, et avec l'appui de couvertures maintenues, le portefeuille de Carmignac Investissement doit être à la fois capable d'amortir les effets d'une possible poursuite de la baisse des marchés et de tirer parti des opportunités les plus criantes dans l'hypothèse d'un retour à meilleure fortune.

Répartition par zone géographique (%)



Répartition sectorielle (%)



Portefeuille Carmignac Investissement au 31/12/08

	Cours en devises	Valeur totale (€)	% actif net	
LIQUIDITES ET EMPLOIS DE TRESORERIE		668 313 178,67	28,63	
LIQUIDITES		10 200 392,19	0,44	
100 000 000 BNP PARIBAS 06/01/2009	Certificat de dépôt en euro	99,97	99 972 233,02	4,28
150 000 000 NATIXIS 02/02/2009	Certificat de dépôt en euro	99,67	149 504 575,88	6,41
100 000 000 CNCEP 06/01/2009	Certificat de dépôt en euro	99,97	99 970 151,36	4,28
150 000 000 SOCIETE GENERALE 02/02/2009	Certificat de dépôt en euro	99,68	149 524 322,29	6,41
150 000 000 BUND 3.75% 04/01/2017	Emprunt d'Etat	106,09	159 141 503,93	6,82
ACTIONS PAYS DEVELOPPES		1 184 832 480,78	50,76	
Australie		28 092 489,03	1,20	
1 662 000 CSL	Produits pharmaceutiques et biotechnologiques	33,70	28 092 489,03	1,20
Etats-Unis		408 207 190,67	17,49	
1 211 000 ALNYLAM PHARMA INC	Produits pharmaceutiques et biotechnologiques	24,73	21 544 570,34	0,92
1 372 000 CELGENE CORP	Produits pharmaceutiques et biotechnologiques	55,28	54 562 181,22	2,34
768 508 FIRST SOLAR INC	Biens d'équipement	137,96	76 273 057,57	3,27
1 200 000 FREEPORT MCMORAN COP. & GOLD	Matériaux	24,44	21 098 521,64	0,90
483 000 GENENTECH INC	Produits pharmaceutiques et biotechnologiques	82,91	28 808 697,53	1,23
3 070 667 NEWMONT MINING	Matériaux	40,70	89 907 662,96	3,85
1 903 496 SCHLUMBERGER	Energie	42,33	57 965 530,51	2,48
2 765 408 SMITH INTERNATIONAL	Energie	22,89	45 538 066,34	1,95
368 000 TRANSOCEAN INC	Energie	47,25	12 508 902,56	0,54
Canada		335 486 309,22	14,37	
1 381 130 ADDAX PETROLEUM CORP	Energie	21,09	16 974 377,45	0,73
3 396 922 BARRICK GOLD CORP	Matériaux	36,77	89 856 351,89	3,85

Portefeuille Carmignac Investissement au 31/12/08 (suite)			Cours en devises	Valeur totale (€)	% actif net
3 866 557	GOLDCORP INC	Matériaux	31,53	87 703 710,09	3,76
9 058 730	KINROSS GOLD CORP	Matériaux	18,42	120 040 147,19	5,14
397 000	POTASH CORP	Matériaux	73,22	20 911 722,60	0,90
Japon				32 811 121,38	1,41
3 386 749	KOMATSU	Biens d'équipement	1 118,00	30 048 769,78	1,29
25 594	SPARX ASSET MANAGEMENT	Services financiers diversifiés	13 600,00	2 762 351,60	0,12
Europe				380 235 370,48	16,29
635 000	ACTELION LTD (Suisse)	Produits pharmaceutiques et biotechnologiques	59,40	25 493 562,23	1,09
1 078 000	BEIERSDORF (Allemagne)	Produits domestiques et de soins personnels	42,00	45 276 000,00	1,94
2 020 000	NESTLE SA (Suisse)	Produits alimentaires, boisson et tabac	41,60	56 795 647,33	2,43
5 068 771	NORSK HYDRO ASA (Norvège)	Matériaux	27,80	14 477 367,15	0,62
1 067 000	NOVO NORDISK AS (Danemark)	Produits pharmaceutiques et biotechnologiques	271,00	38 848 218,18	1,66
1 785 832	RECKITT BENCKISER (Royaume-Uni)	Produits domestiques et de soins personnels	25,78	47 617 261,17	2,04
362 000	ROCHE HOLDINGS (Suisse)	Produits pharmaceutiques et biotechnologiques	162,50	39 758 710,42	1,70
956 000	SANOFI-AVENTIS (France)	Produits pharmaceutiques et biotechnologiques	45,40	43 402 400,00	1,86
326 588	SCHNEIDER ELECTRIC (France)	Biens d'équipement	53,00	17 309 164,00	0,74
2 956 000	UNILEVER (Pays-Bas)	Produits alimentaires, boisson et tabac	17,34	51 257 040,00	2,20
ACTIONS PAYS EMERGENTS				480 822 911,49	20,60
Asie				331 958 226,10	14,22
1 760 000	ALIBABA GROUP HOLDING CIE (Chine)	Distribution	16,20	20 511 492,39	0,88
6 933 129	BANGKOK BANK (Thaïlande)	Banques	69,00	9 895 066,61	0,42
39 663 662	BANK OF AYUDHYA (Thaïlande)	Banques	9,30	7 629 851,89	0,33
840 000	BHARAT HEAVY (Inde)	Biens d'équipement	27,93	16 876 685,01	0,72
118 113 000	CHINA CONSTRUCTION BANK (Chine)	Banques	4,25	46 595 494,35	2,00
27 054 000	CHINA LIFE INSURANCE (Chine)	Assurance	23,55	59 139 778,06	2,53
53 723 463	CHINA OVERSEAS LAND (Hong Kong)	Immobilier	10,78	53 881 104,58	2,31
23 300 070	HANG LUNG PROPERTIES (Hong Kong)	Immobilier	16,84	36 421 397,53	1,56
1 370 984	HOUSING DEVELOPMENT FINANCE (Inde)	Banques	30,47	30 098 604,50	1,29
5 711 970	ICICI BANK LTD (Inde)	Banques	9,20	37 815 117,47	1,62
3 281 529	MATRIX LABORATORIES (Inde)	Produits pharmaceutiques et biotechnologiques	1,87	4 414 250,82	0,19
26 350 800	NINE DRAGONS PAPER (Hong Kong)	Matériaux	2,21	5 405 593,35	0,23
189 618 418	REXCAPITAL FINANCIAL HOLDINGS (Hong Kong)	Hôtels, restaurants et loisirs	0,19	3 273 789,54	0,14
Amérique Latine				133 226 142,69	5,71
3 432 125	BANCO ITAU (Brésil)	Banques	26,10	27 634 027,18	1,18
4 728 895	BANRISUL (Brésil)	Banques	5,60	8 169 364,51	0,35
7 917 498	CYRELA BRAZIL REALTY (Brésil)	Immobilier	9,20	22 470 689,67	0,96
5 407 732	EMPRESAS ICA (Mexique)	Biens d'équipement	22,89	6 430 254,90	0,28
1 891 734	GLOBEX UTILIDADES SA (Brésil)	Distribution	5,05	2 947 080,67	0,13
10 075 454	GROUPO BANORTE (Mexique)	Banques	24,88	13 022 136,29	0,56
1 132 000	PETROLEO BRASILEIRO ADR (Brésil)	Energie	24,49	19 943 656,70	0,85
4 333 886	ROSSI RESIDENCIAL (Brésil)	Immobilier	3,78	5 053 704,68	0,22
5 470 000	TPI TRIUNFO PARTICIPACOES (Brésil)	Services aux collectivités	1,00	1 687 438,30	0,07
4 657 710	YAMANA GOLD (Brésil)	Matériaux	7,72	25 867 789,79	1,11
Moyen-Orient				15 638 542,70	0,67
47 900 000	AIR ARABIA (Emirats Arabes Unis)	Transports	0,24	8 270 206,11	0,35
26 262 452	DP WORLD LIMITED (Emirats Arabes Unis)	Transports	0,39	7 368 336,59	0,32
VALEUR DU PORTEFEUILLE				1 665 655 392,27	71,37
ACTIF NET				2 333 968 570,94	100,00