



CARMIGNAC

# Investissement

Informe de gestión a 30 de septiembre de 2011



E. Carmignac

Activo neto global del Fondo	7.475.842.315,71 €	Valor liquidativo Carmignac Investissement (A)	7.862,46 €
		Valor liquidativo Carmignac Investissement (E)	120,08 €
		Valor liquidativo Carmignac Investissement (GBP)	86,79 £

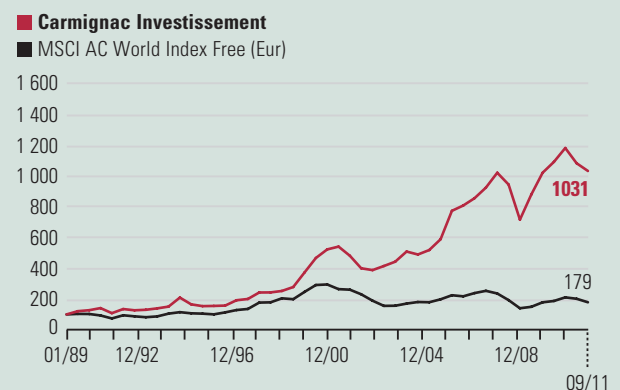
En este trimestre especialmente difícil para los mercados de renta variable, **Carmignac Investissement** ha amortiguado sensiblemente la caída de su índice (-11,28%), con una caída de -4,64%. Asimismo, desde principios de año, el Fondo registra una caída más moderada que su índice (-15,13%), con un descenso del 12,63%. Esta resistencia ante el entorno adverso se debe a la sensible reducción de la exposición al riesgo de la renta variable hasta el mínimo reglamentario (60%), llevada a cabo a principios de agosto mediante la puesta en marcha de diversas operaciones de protección del capital. En cuanto a la cartera de valores, ha evolucionado en línea con su índice, gracias a que el buen tono de las minas de oro ha compensado la debilidad padecida por las Bolsas china y brasileña.

En nuestro informe de julio, expresábamos nuestra profunda incompreensión ante las decisiones europeas en materia de política económica y monetaria: «*La imposibilidad de los países debilitados de devaluar su moneda no deja otra alternativa que la del impago —lo mejor gestionado posible—, acompañado de estrictas medidas para la mejora de su competitividad económica. Los repetidos ataques por parte de los mercados terminarán por imponer esta evidencia, pero la resistencia dogmática del BCE hace que cada día que pasa el inevitable ajuste sea cada vez más difícil y costoso para los países periféricos. Además, produce un temible efecto de contagio a España, Italia y, quizás mañana, a Francia*». Desde entonces, los aplazamientos europeos de la toma de decisiones han transformado una crisis localizada y gestionable en un acontecimiento capaz de engendrar un riesgo sistémico mayor de consecuencias incalculables. Esta escalada del riesgo ha provocado uno de los peores trimestres de la historia bursátil en los mercados que han sufrido los virulentos ataques que nos temíamos. Durante el trimestre, el índice Eurostoxx 50 de los mayores valores europeos ha cedido un 23,5%, arrastrado por un sector bancario que cae un 34,3%. Los temores ligados a los potenciales efectos de la crisis de la deuda en Europa han afectado a todos los mercados mundiales: el índice estadounidense Standard and Poor's 500 se ha dejado el 14,3% a lo largo del trimestre, mientras que el índice Morgan Stanley de países emergentes cedía un 23,2%.

Como consecuencia de estos movimientos indiscriminados, las valoraciones de los mercados de renta variable se acercaron a los niveles de 2008. Sin contar el sector financiero, los beneficios de 2011 de las empresas estadounidenses y europeas se valoran en 12,4 y 9,6 veces, respectivamente. En cuanto a las empresas del universo emergente, a pesar de contar con unas perspectivas de crecimiento y de rentabilidad mucho más robustas y reales deben conformarse con un múltiplo de beneficios para 2011 de 10,8 veces y una valoración de sus activos ligeramente inferior a la de las empresas de los países desarrollados. ¿Están justificadas estas cotizaciones o esconden oportunidades de compra atractivas? Como indicábamos en el informe de **Carmignac Patrimoine**, la crisis europea reviste un carácter de excepcional gravedad. *Europa está a punto de escoger la vía japonesa para tratar el sobreendeudamiento. Y para Europa, esta vía es suicida: sus exportaciones son insuficientes para compensar los efectos negativos que una política rigurosa tendría sobre la demanda interna y los impacientes acreedores extranjeros no tienen ningún interés en «darle*

*tiempo al tiempo*». En este sentido, el caso español es angustioso: el objetivo de reducción del déficit primario del 6,5 al 2,5% del PIB en 16 meses ha conducido a un crecimiento nulo de la producción industrial, una caída de las ventas minoristas y una tasa de paro superior al 21%. La búsqueda del rigor presupuestario que se ha llevado a cabo en un contexto de crecimiento económico mundial aceptable (que, no obstante, se ralentiza) no es suficiente siquiera para reducir la deuda. Es la política monetaria quien debe ocuparse de realizar el esfuerzo inicial decisivo para favorecer el crecimiento económico. El BCE debe aplicar una política de tipos a cero y proceder a la monetización de las deudas públicas con más riesgo. El consiguiente debilitamiento del euro generaría un aumento del crecimiento gracias a una mayor competitividad exportadora y la liquidez inyectada en masa permitiría hacer frente a las presiones deflacionistas, es decir, daría lugar a un poco de inflación, lo que reduciría el lastre de la deuda. Esta iniciativa del BCE es inevitable, pero Alemania la rechaza. Así, el plan que se propondrá en el G20 a principios de noviembre hará probablemente un llamamiento a que el FMI realice una importante contribución a España e Italia principalmente. Además de que ampliaría momentáneamente el riesgo de una crisis sistémica, esta nueva petición de Europa al FMI no relanzaría tampoco el crecimiento y no aliviaría a los Estados del imperativo de reducción de sus deudas. Ahora bien, el debilitamiento de los bancos europeos, estructuralmente vulnerables a una degradación de las condiciones de refinanciación (con una ratio créditos/depósitos del 165%, frente al 81% de Estados Unidos), va a incentivarlos para presionar a los hogares y empresas para que devuelvan también sus deudas. Teniendo en cuenta que la relación crédito bancario-PIB es del 164% en la zona del euro, frente al 62% en los Estados Unidos, podemos calcular el riesgo que provoca esta aceleración de la reducción del apalancamiento, que en el mejor de los casos una recapitalización bancaria forzada sólo podrá frenar.

## Evolución del Fondo desde su creación



Se recuerda que las rentabilidades pasadas no garantizan rentabilidades futuras y que éstas no se mantienen constantes en el tiempo.

En Estados Unidos la dicotomía entre la salud de las empresas y la macroeconomía es sorprendente. Mientras que las previsiones de crecimiento económico para 2012 se rebajan regularmente —han caído del 3,25% al 2,1% durante los últimos ocho meses—, los analistas prevén aún que los beneficios de las empresas crezcan un 10%, excepto para las empresas financieras. Es cierto que los sectores que más contribuyen al crecimiento de los resultados son los más orientados hacia el exterior, como las tecnologías de la información o la energía. Quince años de impresionante aumento de la productividad, unidos a diez años de caída del dólar, dotan a las empresas estadounidenses de una posición fuerte frente a la competencia que les permite superar en parte la apatía económica interna imputable a su desendeudamiento. Por otro lado, la ralentización económica estadounidense está registrando desde el mes de septiembre una pausa que nuestro indicador adelantado compuesto nos impide calificar de auténtica recuperación. Las próximas estadísticas sobre el empleo serán cruciales para valorar la fuerza de esta mejora coyuntural. De cualquier manera, incluso si apreciamos un valor positivo relativo en el mercado estadounidense de renta variable, las importantes interacciones entre los sistemas bancarios europeo y estadounidense suponen un freno para nuestra voluntad de invertir al otro lado del Atlántico. La debilidad del gobierno estadounidense a un año de las elecciones presidenciales constituye otro factor inquietante en la hipótesis siempre actual de un nuevo debilitamiento coyuntural, mientras que el apoyo, hasta ahora sin fisuras, de la Reserva Federal estadounidense empieza a mostrar sus límites.

Los mercados del universo emergente han decepcionado nuestras expectativas y han sumado las pérdidas cambiarias a la caída de las cotizaciones bursátiles. Los temores de contagio de la crisis de deuda de los países desarrollados al universo emergente, así como las fuertes pérdidas sufridas por los inversores internacionales, han llevado a estos últimos a repatriar parte de los activos invertidos lejos de sus mercados de origen. Esta pérdida de confianza, que también ha afectado a las divisas, da lugar a valoraciones especialmente atractivas, sobre todo cuando el inversor europeo tiene en cuenta el efecto divisa. Sin embargo, los mercados emergentes no se librarán totalmente de los problemas que afectan a los mercados de las economías avanzadas sin un potente catalizador. Creemos que la reversión de la política monetaria china será ese catalizador. Si bien muchos países emergentes, preocupados por los posibles efectos sobre la economía de la ralentización que está teniendo lugar en EE.UU. y Europa, han procedido recientemente a su primera bajada de tipos, China no está interesada en estímulos monetarios o presupuestarios inmediatos. El modelo de crecimiento, orientado más bien hacia la demanda interna, necesita una inflación mejor gestionada antes de poder empezar la reactivación. Creemos que cuando se decida la reactivación, la amplitud y la diversidad de los márgenes de maniobra de los que se beneficia China contribuirán a una sólida recuperación a la que se sumarán en gran medida los mercados de renta variable, cuyas valoraciones han llegado a mínimos del 2008, lo que constituyen mínimos históricos cada vez más atractivos para los inversores. Este rebote debería ir acompañado de la apreciación del yuan, lo que contribuiría a la reflación de la economía mundial.

### Estrategia de inversión

Esta lectura del entorno económico nos lleva a mantener nuestro posicionamiento defensivo. Las respuestas parciales aportadas por las autoridades europeas a la crisis de la deuda pública, unidas al bloqueo político de los Estados Unidos y a la voluntad china de que su restrictiva política monetaria siga pesando sobre la actividad crediticia y la inflación, hacen muy probable una acentuación de la ralentización económica en los países desarrollados, que se materializaría en una nueva fase de caídas en los mercados. Por lo tanto, comenzamos el trimestre con una exposición a la renta variable del 61%, muy próxima al mínimo autorizado. Sin embargo, desde una perspectiva táctica pensamos volver a exponer la cartera con el fin de sacar provecho del aumento de la confianza, que no tardará en materializarse en previsión de las iniciativas conjuntas de Europa y el FMI de principios de noviembre. No obstante, mientras que las medidas anunciadas no tengan por objetivo influir positivamente en el crecimiento a corto plazo, el fondo mantendrá un enfoque defensivo reduciendo sobre todo la exposición de la cartera al euro.

Se han realizado pocos cambios en la cartera de Carmignac Investissement durante el tercer trimestre.

Las variaciones en la exposición al riesgo de la renta variable han sido fruto principalmente de los movimientos con futuros sobre índices bursátiles, regionales o sectoriales. El movimiento principal ha sido la retirada de nuestras coberturas bancarias después de que los bancos europeos hubieran perdido la mitad de su valor.

■ **La temática de la mejora del nivel de vida en los países emergentes, aunque sigue siendo predominante, ha visto su ponderación reducida del 38,6% al 34,1% de la cartera**, debido principalmente a la debilitación relativa de la renta variable emergente, ampliada por la caída de determinadas divisas al final del periodo.

Las liquidaciones forzadas de determinados fondos internacionales han pesado según se acercaba el cierre de un trimestre bursátil desastroso. La única incorporación a la cartera es la de la empresa **Sun Art Retail**, una prometedora empresa conjunta de Auchan en el sector chino de la distribución. En la parte de las ventas, la posición en **Haci Omer Sabanci** (Turquía) se ha liquidado íntegramente y hemos reducido la posición en **LVMH**.

■ **La segunda temática en importancia es ahora la de las minas de oro, que ha pasado del 11,2% al 14,4% de la cartera** debido a una marcada apreciación relativa de este sector, que ha producido una rentabilidad absoluta positiva este trimestre. Esta temática se ha enriquecido con la incorporación de una nueva empresa canadiense: **Detour Gold**. Hemos acudido a la última oferta pública de acciones de la empresa antes del comienzo de la explotación de un yacimiento especialmente atractivo. Por otro lado, hemos reforzado nuestra posición en **Randgold**.

■ **La temática de los valores defensivos ha ganado un punto de ponderación y se sitúa en el 13,3% de los activos**. El buen comportamiento relativo de las empresas no cíclicas bien gestionadas ha hecho posible esta subida.

■ **La cartera de la temática energética, que se ha reducido del 15,5 al 12,20%** ha sufrido, como nos temíamos, como consecuencia del crecimiento mundial. Hemos liquidado las posiciones en National Oilwell y Galp Energía, y hemos reducido la participación en **Schlumberger**. El sector de los recursos naturales, contando con nuestras posiciones en materiales básicos, representa actualmente el 14,8% de la cartera.

■ **La innovación ha pasado del 11,6 al 10,7% de la cartera**, a pesar del refuerzo de la posición **Apple**, que no deja de sorprender y que parece capaz de continuar con su éxito a pesar de la desaparición de su fundador. La posición en Mediatek se ha vendido debido a su falta de visibilidad frente a una dura competencia. Finalmente, la oferta realizada por Hewlett Packard por la empresa **Autonomy** con una prima del 80% ha resultado una agradable noticia.

■ **El aumento de la liquidez hasta el 11,7% de la cartera, frente al 6,2% de hace tres meses**, refleja nuestra desconfianza en los mercados de renta variable. Junto con el oro y los valores defensivos de la cartera, constituye un polo defensivo que asciende al 40% de la cartera, frente al 60% dedicado a las temáticas de crecimiento.

Entre los mejores resultados del trimestre, señalamos los siguientes:

Valores	Rentabilidad
<b>Autonomy Corporation*</b> , software, Reino Unido	+49%
<b>Newmont Mining</b> , oro, Estados Unidos	+17%
<b>Randgold Resources</b> , oro, Reino Unido	+15%
<b>Apple</b> , material informático, Estados Unidos	+14%
<b>Hermès International</b> , productos de lujo, Francia	+11%

\* Posición vendida íntegramente el 22/09/2011

Rentabilidades acumuladas (%)	Desde el 31/12/2010	3 meses	6 meses	1 año	3 años	5 años	10 años	Desde la Fecha de primer VL
<b>Carmignac Investissement (A)</b>	-12,63	-4,64	-7,79	-5,82	29,93	32,83	205,10	931,48
<b>Carmignac Investissement (E)</b>	-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 de la categoría*	-15,47	-11,46	-13,65	-6,83	2,09	-14,44	-1,62	172,50
Clasificación (cuartil)	1	1	1	2	1	1	1	1

\*RV Global Cap. Grande Growth

Se recuerda que las rentabilidades pasadas no garantizan rentabilidades futuras y que éstas no se mantienen constantes en el tiempo.

#### Contribución a la rentabilidad bruta trimestral (%)

Cartera	Derivados de Renta variable y Renta fija	Derivados de Divisas	Total
-10,89	5,04	1,56	-4,29

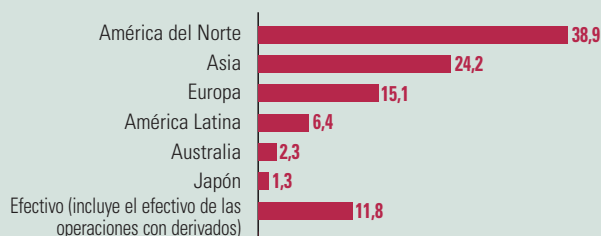
#### Value at Risk

Fondo	Indicador de referencia
99% - 5d (2 años)	6,89%

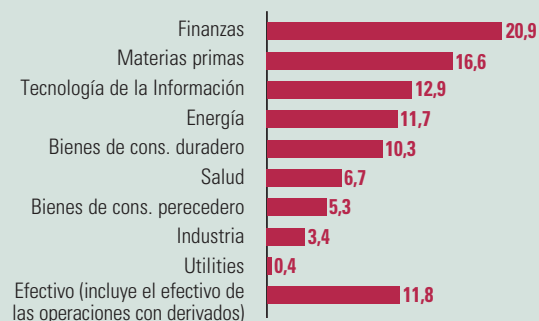
#### Estadísticas (%)

	1 año	3 años
Volatilidad del Fondo	9,31	16,35
Volatilidad del Indicador	11,64	16,36
Ratio de sharpe	-0,65	0,45
Beta	0,50	0,67
Alfa	-0,22	0,77

#### Distribución geográfica (sin derivados) (%)

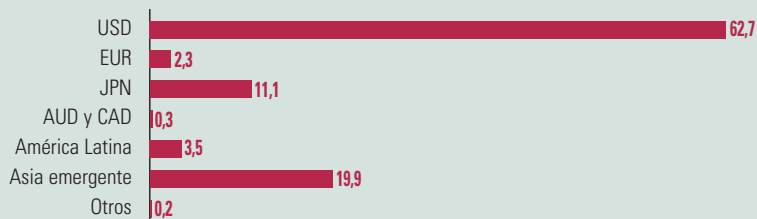


#### Distribución sectorial (sin derivados) (%)



El anuncio de rentabilidades pasadas no es promesa o garantía de rentabilidades futuras. El valor de su inversión está sujeta a fluctuaciones del mercado.

#### Exposición neta por divisa del Fondo (%)



#### Cartera Carmignac Investissement a 30/09/2011

	Cotización en divisas	Valor total (€)	% patrimonio neto	
<b>Efectivo, operaciones de tesorería y operaciones sobre derivados</b>		<b>877 724 795,35</b>	<b>11,74</b>	
EFFECTIVO (INCLUYE EL EFECTIVO DE LAS OPERACIONES CON DERIVADOS)		357 934 285,62	4,79	
REPO		80 050 958,84	1,07	
130 000 000 US T-BILL 10/11/2011	Bono del Tesoro en Dólar	96 890 926,01	1,30	
340 000 000 US T-BILL 15/12/2011	Bono del Tesoro en Dólar	253 409 853,17	3,39	
120 000 000 US T-BILL 25/11/2011	Bono del Tesoro en Dólar	89 438 771,71	1,20	
<b>RENTA VARIABLE DE PAÍSES DESARROLLADOS</b>		<b>4 310 130 210,24</b>	<b>57,65</b>	
<b>Estados Unidos</b>		<b>2 005 629 113,25</b>	<b>26,83</b>	
6 255 000 ANADARKO PETROLEUM	Energía	63,05	293 938 846,24	3,93
944 000 APPLE INC	Tecnología de la Información	381,18	268 192 531,86	3,59
1 853 000 CELGENE CORP	Salud	61,92	85 516 702,69	1,14
2 912 641 CHECK POINT SOFTWARE	Tecnología de la Información	52,76	114 534 500,38	1,53
358 900 CME GROUP	Finanzas	246,40	65 911 127,67	0,88
1 110 000 ENSCO PLC	Energía	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	Energía	37,60	87 715 528,66	1,17
878 149 INTERCONTINENTALEXCHANGE INC	Finanzas	118,26	77 401 729,70	1,04
612 192 MASTERCARD	Tecnología de la Información	317,16	144 714 030,50	1,94
1 265 549 MEAD JOHNSON NUTRITION	Bienes de cons. perecedero	68,83	64 923 408,86	0,87
5 297 100 NEWMONT MINING	Materias primas	62,90	248 332 406,65	3,32
6 384 600 ORACLE	Tecnología de la Información	28,74	136 761 872,25	1,83

**Cartera Carmignac Investissement a 30/09/2011 (continuación)**

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

\* Lugar de producción.