



GESTIÓN DIVERSIFICADA

CARMIGNAC

Patrimoine

Informe de gestión a 31 de diciembre de 2011



E. Carmignac



R. Ouahba

Activo neto global del Fondo	24.686.103.691,96 €	Valor liquidativo de Carmignac Patrimoine (A)	5.224,80 €
		Valor liquidativo de Carmignac Patrimoine (E)	133,95 €
		Valor liquidativo de Carmignac Patrimoine (GBP)	95,08 £

El Fondo se ha revalorizado a lo largo de este trimestre (1,35%) a un ritmo claramente inferior al de su índice de referencia (6,37%), por lo que su evolución anual (-0,76%) también queda ligeramente por debajo de la del índice (1,76%). Esta decepción se debe principalmente a una prudencia excesiva por nuestra parte a lo largo de estos tres últimos meses al mantener una exposición a la renta variable reducida (12%) para hacer frente a las incertidumbres provocadas por la falta de soluciones a la crisis europea.

Por lo tanto, nuestra interpretación de la macroeconomía mundial a lo largo del año pasado no ha sido desatinada, pero su reflejo en nuestra gestión ha producido resultados inferiores a los esperados. En Europa, ha resultado que la necesidad de reducir el apalancamiento hacía extremadamente complicada la toma de decisiones de los responsables de la política económica. La incapacidad de ofrecer inmediatamente una solución radical a la crisis griega confirma nuestra visión pesimista del futuro de la zona del euro. A principios del año 2011, previmos que Estados Unidos tendría una economía más robusta que la europea debido a una política presupuestaria y monetaria orientada decididamente a favor del crecimiento, pero la aparición simultánea de dos cisnes negros —las revueltas árabes y el tsunami en Fukushima— han lastrado enormemente la economía, más aún debido a que la ralentización provocada no ha ido acompañada de la caída del precio del petróleo que debería haberse producido. El universo emergente parecía seguir su propio ciclo, ajeno a las presiones deflacionistas occidentales y teniendo, por el contrario, que enfrentarse a las presiones inflacionistas derivadas de su propio dinamismo. Con un retraso de tres meses respecto a nuestras previsiones, el descenso de la inflación china se ha producido, pero la respuesta que esperábamos de las autoridades monetarias tarda en llegar. La influencia de esta lectura de la economía mundial en nuestra estrategia de inversión se produjo de dos maneras opuestas. **En la parte positiva**, ha justificado durante los nueve primeros meses del año nuestra inferior exposición al riesgo de la renta variable, y más concretamente a la europea, así como el importante peso de las posiciones en deuda pública alemana en detrimento de todos los demás países de la zona. También ha permitido reducir la volatilidad del Fondo, evitándole todos los efectos del pánico bajista del mes de agosto.

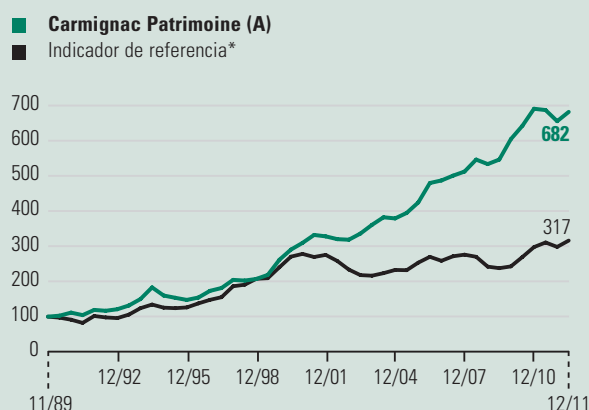
En la parte negativa, esta interpretación ha contribuido a mantener una mayor exposición relativa a la renta variable y divisas de los mercados emergentes, más afectados de lo que previmos por el endurecimiento monetario chino y las decepciones europeas. También han contribuido a mantener un posicionamiento demasiado defensivo a lo largo del cuarto trimestre en relación con los mercados de renta variable: la buena salud de la economía estadounidense ha relegado a un segundo plano la crisis europea y ha repelido el riesgo de contagio. Nuestra mayor frustración resulta de la exigua caída del euro respecto al dólar (3%), a pesar de la gravedad de la crisis, cuando la estrategia del Fondo era aprovechar la debilidad del euro para cubrir los riesgos suscitados por la gravedad de la crisis europea sobre la valoración del conjunto de los activos de riesgo.

En el análisis económico que hacemos al comienzo de este año solo ha habido algunas modificaciones. En Europa, el desarrollo de la crisis en España e Italia refuerza nuestra convicción de que las políticas monetarias exclusivamente restrictivas convertirán en inalcanzables los objetivos de reducción de la deuda pública, puesto que merman el crecimiento

económico y amplifican las presiones deflacionistas. En nuestra opinión, la supervivencia de la zona del euro pasa por una política monetaria y presupuestaria más expansionista. En cuanto a la política monetaria, deberá mantener a un nivel muy bajo los tipos de interés de referencia y comprar sin límite deuda pública de los países más débiles con el objetivo de reducir sensiblemente tanto el gasto de financiación de las deudas públicas como la cotización del euro. En cuanto a la política presupuestaria, a las medidas restrictivas se deberán añadir otros dispositivos que favorezcan el crecimiento mediante la mejora de la productividad a largo plazo. Es verdad que el BCE del Sr. Draghi está reaccionando: a pesar de una inflación del 3%, ha recortado dos veces los tipos de referencia en dos reuniones, ha puesto a disposición de los bancos créditos que pueden tener un vencimiento de hasta tres años y ha participado en una iniciativa conjunta con otros grandes bancos centrales para facilitar a los bancos el acceso al dólar. Pero mientras el BCE se niegue a asumir el papel de prestamista de última instancia, la supervivencia de la zona del euro será incierta. El apretado calendario de emisiones de deuda pública de este trimestre se convertirá en un nuevo test de resistencia. La recesión que esperamos a lo largo de todo el año forzará al BCE a aplicar una política más voluntarista, que debería conducir a esa caída acentuada del euro que los miembros más debilitados de la zona necesitan imperativamente. A la espera de que esto se produzca, renunciaremos a cualquier incursión de calado en el universo de la deuda pública, excepto la alemana. En cuanto al bono alemán, la parte corta de la curva no resulta atractiva en absoluto puesto que tiene tipos negativos a un año y mínimamente positivos a dos. Los rendimientos a 10 años, a 1,90%, solo son atractivos como refugio durante las fases más agudas de la crisis europea.

En Estados Unidos hemos asistido a una indiscutible mejora de la economía a lo largo del cuarto trimestre, lo que ha permitido una revisión al alza de las previsiones de crecimiento para el 2012, hasta alrededor del 2%. La mejora gradual pero constante del mercado de trabajo y los primeros signos

Evolución del Fondo desde su creación



* 50% MSCI ACW (Eur) (Dividendos excluidos) + 50% Citigroup WGBI (Eur) (Cupones incluidos).
Se recuerda que las rentabilidades pasadas no garantizan rentabilidades futuras y que éstas no se mantienen constantes en el tiempo.

de estabilización del mercado inmobiliario residencial —aunque deban confirmarse aún— contribuyen a esa mejora. No obstante, creemos que es improbable que se revisen al alza estas predicciones para 2012 por tres motivos. En primer lugar, el papel que desempeña la caída de la tasa de ahorro en el buen tono del consumo es insostenible: la situación económica mundial no justifica en ningún caso una tasa de ahorro del 3,5%, que solo se produjo en el momento de la formación de la burbuja inmobiliaria, que aumentaba la sensación de riqueza. En segundo lugar, el dinamismo de la producción industrial se ve favorecido por la recuperación ligada a la normalización de la cadena de producción que el tsunami japonés había detenido. Finalmente, la suspensión del mecanismo de aceleración de la amortización de las empresas puede debilitar las inversiones a partir del mes de enero. No obstante, el calendario electoral supone un factor de apoyo, puesto que ni republicanos ni demócratas quieren llegar al próximo mes de noviembre con una recesión bajo el brazo, aunque tengan que respetar las fuertes trabas que supone la limitación del déficit público. En cuanto a la inflación, debería continuar su descenso y no suponer un problema grave para la muy voluntarista política monetaria de la Fed. A un 2%, los rendimientos a 10 años aún pueden beneficiarse durante mucho tiempo del estatus de valor refugio que tienen los Títulos del tesoro estadounidense, reforzado por el papel de prestamista de última instancia que la Fed no tiene ningún reparo en asumir.

El universo emergente evoluciona de forma dispar: una ralentización pronunciada de la producción en Brasil, fuerte crecimiento, inflación persistente y profundización de los déficits en India y claro descenso de la inflación y ligera ralentización de la actividad en China. La inflación, según preveíamos, marcó máximos de 6,5% en primavera y volvió a descender hasta el 4,2% en noviembre. El crecimiento debería ralentizarse hasta un ritmo del 7 u 8% en 2012 debido a los efectos retardados del endurecimiento monetario y de la ralentización del comercio mundial. La previsión de un elevado nivel de actividad permite a las autoridades monetarias poder invertir paulatinamente su restrictiva política con el fin de reducir lo más posible las perspectivas de inflación. En este sentido, no prevemos una aceleración de la actual relajación china que modifique la política presupuestaria y monetaria más que en el caso de que el estado del comercio mundial se agrave notablemente. La política económica china —cada vez más claramente orientada al desarrollo de la demanda interna— exige una disciplina decididamente antiinflacionista y garantiza una contribución positiva duradera al crecimiento del resto del mundo. Además, permite augurar que el yuan seguirá revalorizándose, acompañado de las otras divisas de la zona, frente a monedas de las economías avanzadas. Esta revalorización de los tipos cambiarios constituye un instrumento eficaz de lucha contra la inflación que podría favorecer la evolución de la deuda pública denominada en divisa local de los países más virtuosos.

En este contexto económico especialmente inestable, el equilibrio es precario. En este sentido, la conclusión a la que llegábamos en nuestro último informe sigue estando vigente. *«Ante la falta de decisiones enérgicas y de inmediata aplicación en Europa, las presiones recesivas y deflacionistas persistirán a corto plazo, confiriendo a los mercados de deuda pública de referencia (Estados Unidos, Alemania) un papel ineludible de refugio. La supervivencia del euro depende tanto de su debilidad, que si se organizara un concurso de feos entre las grandes divisas mundiales, el euro debería ser el ganador del premio a la divisa más débil. Por el contrario, la reciente caída de las divisas y los bonos de los países emergentes no va a tardar mucho en convertirse en una oportunidad que hay que aprovechar, ya que los temores de un contagio de los problemas de los países desarrollados nos parecen exageradísimos».*

Estrategia de inversión

La mejorada visibilidad de la que disponemos en este principio de año, tanto respecto a la actividad estadounidense como a la reabsorción de las tensiones inflacionistas en el universo emergente, debe llevarnos a aumentar progresivamente la exposición de la cartera. No obstante, tendremos que aplicarnos para gestionar los riesgos que la recesión europea provocará sobre la actividad mundial mediante una asignación prudente pero flexible, en los tres activos a los que recurrimos: productos de renta fija, renta variable y divisas.

■ **Divisas y liquidez.** A lo largo del trimestre, nuestra exposición a la moneda europea ha seguido siendo escasa y al final del periodo se situaba en el 10%. Según lo expuesto al principio del presente informe, la política monetaria europea está abocada a volverse más expansionista. También estamos convencidos de que la **depreciación del euro** frente al dólar y al yen se acelerará próximamente. Nuestra liquidez —invertida principalmente en bonos de los Tesoros estadounidense y japonés— ha aumentado considerablemente en el segundo trimestre hasta alcanzar el 24% de los activos. Las que fueron reservas preventivas en 2011 van a permitirnos en 2012 beneficiarnos de atractivas primas de riesgo, tanto en renta variable como en deuda corporativa.

■ **La exposición al componente de renta variable de la cartera (38% de los activos)** se ha reducido hasta el 5% a finales del año con una exposición media del 12% a lo largo de la segunda mitad del año. Según se vayan disipando las incertidumbres, especialmente las europeas, la exposición irá aumentando considerablemente.

■ **Nuestra asignación a bonos corporativos ha permanecido inalterable (26,3%).** Durante el trimestre, el mercado de deuda corporativa sigue estable en su conjunto ya que la recuperación ha sido menos pronunciada de lo esperado debido a la falta de liquidez. En 2012, y esta es nuestra segunda y firme convicción, **la deuda corporativa debería convertirse en un motor de rentabilidad mayor** por diferentes motivos. En primer lugar, la oferta de liquidez a tres años que el BCE ha hecho a los bancos ha contribuido al descenso de la volatilidad, lo que ha creado un entorno propicio para la recuperación del interés por los activos de riesgo. **Además, nuestra cartera de deuda corporativa, con una calificación media de BBB-, se beneficia de un rendimiento atractivo del 6,4% para una duración media de 5,6 años.** Finalmente, los fundamentales de las empresas siguen siendo sólidos, gracias a su prudente comportamiento a ambos lados del Atlántico. En último lugar, los aspectos técnicos del mercado siguen siendo favorables, ya que en su mayor parte los inversores han conseguido de nuevo importantes capacidades de compra.

■ **La partida de deuda pública de los países desarrollados ha permanecido estable en el 10,7%. La sensibilidad del Fondo ha evolucionado entre el 3,5 y el 8 durante el trimestre (incluidos los contratos a plazo).** Tercera convicción: los riesgos que implica la solución de la crisis europea van a seguir siendo elevados, lo que nos anima a mantener la prudencia en relación con la deuda pública europea. Grecia, que pronto entrará en periodo electoral, necesitará otro plan de ayuda del orden de los 20.000 a 30.000 millones, dependiendo de la tasa de participación en la reestructuración voluntaria de su deuda. Por otro lado, Portugal sufre un problemático déficit de crecimiento. Además, aunque las necesidades de refinanciación de los Estados se van a mantener en 2012 como fue en 2011, es decir en niveles elevados, la base de inversores se ha reducido. Así, los bancos europeos han adelgazado —bajo la presión de las autoridades— en 250.000 millones sus carteras de deuda europea a lo largo del año pasado. Dista de estar confirmado el hecho de que las generosas líneas de financiación concedidas por el BCE a tres años sean suficientes para incitarles a garantizar la colocación del pesado programa de refinanciación de deuda pública previsto para este primer trimestre. En el mercado secundario, el BCE es bastante menos generoso que sus homólogos, ya que la totalidad de su programa de compra de deuda pública equivale tan solo al 3% del PIB europeo, comparado con el 12% y el 18% de la Fed y del Banco de Japón respectivamente.

Respecto a los Estados Unidos, la deuda pública a 10 años puede considerarse como una variable administrada de la política monetaria. El comienzo de un ciclo de subida de tipos sería el resultado de un cambio de orientación de esta última. Puesto que consideramos esta evolución prematura, la deuda pública estadounidense seguirá formando parte de nuestra cartera por su estatus de valor refugio.

■ **Las inversiones en deuda pública emergente han permanecido estables en el 2,3% de los activos (1,7% se encuentra invertido en deuda emergente en divisa local).** Prevemos un retorno selectivo a esta área del mercado. Así, el entorno debería mejorar progresivamente para la deuda en divisa local dado que una considerable bajada de los índices de inflación permitiría la continuación de la caída de los tipos.

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
Carmignac Patrimoine (A)	-0,76	1,35	4,03	-0,76	24,79	36,22	113,19	582,45
Carmignac Patrimoine (E)	-1,25	1,22	3,76	-1,25	22,46	-	-	-
Indicador de referencia*	1,76	6,37	6,06	1,76	33,02	16,46	22,45	216,53
Media de la categoría**	-6,16	2,33	-4,86	-6,16	12,62	-8,91	7,73	141,97
Clasificación (cuartil)	1	3	1	1	1	1	1	1

* 50% MSCI ACW (Eur) (Dividendos excluidos) + 50% Citigroup WGBI (Eur) (Cupones incluidos).

** Mixtos Moderados EUR

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
4,85	-3,23	0,10	1,72

Estadísticas (%)

	1 año	3 años
Volatilidad del Fondo	5,48	6,34
Volatilidad del Indicador	7,12	7,67
Ratio de sharpe	-0,30	1,10
Beta	0,29	0,43
Alfa	-0,10	0,28

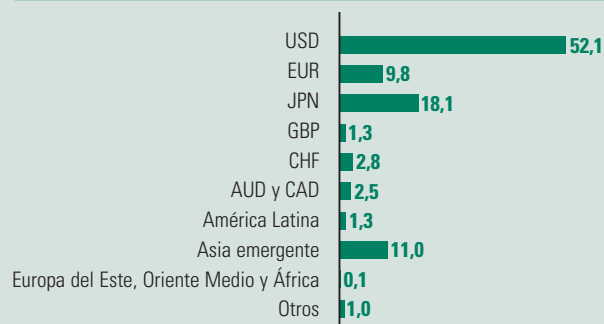
Value at Risk

	Fondo	Indicador de referencia
99% - 20d (2 años)	6,02%	6,01%

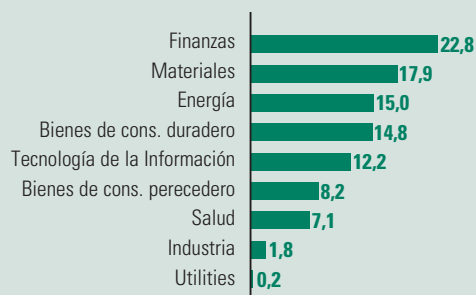
Sensibilidad de la cartera renta fija (derivados incluidos)

Euro	2,03
Estados Unidos	4,59
Otros	0,02

Exposición neta por divisa del Fondo (%)



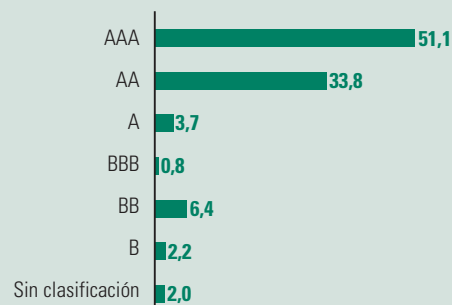
Partida de renta variable (sin derivados) – Distribución sectorial (%)



Partida de renta fija (sin derivados) – Distribución por vencimiento (%)



Partida de renta fija (sin derivados) – Distribución por rating (%)



Cartera Carmignac Patrimoine a 31/12/2011				Cotización en divisas	Valor total (€)	% patrimonio neto
EFFECTIVO, OPERACIONES DE TESORERÍA Y OPERACIONES SOBRE DERIVADOS					5 926 658 360,42	24,01
	EFFECTIVO (INCLUYE EL EFFECTIVO DE LAS OPERACIONES CON DERIVADOS)				1 059 756 742,98	4,29
	REPO				2 168 762 187,75	8,79
200 000 000	US T-BILL 01/03/2012	Bono del Tesoro en Dólar			154 065 400,76	0,62
10 000 000	US T-BILL 05/04/2012	Bono del Tesoro en Dólar			7 703 003,00	0,03
415 000 000	US T-BILL 08/03/2012	Bono del Tesoro en Dólar			319 680 519,29	1,29
285 000 000	US T-BILL 12/04/2012	Bono del Tesoro en Dólar			219 535 030,61	0,89
300 000 000	US T-BILL 15/03/2012	Bono del Tesoro en Dólar			231 097 619,68	0,94
519 000 000	US T-BILL 16/02/2012	Bono del Tesoro en Dólar			399 795 501,07	1,62
150 000 000	US T-BILL 22/03/2012	Bono del Tesoro en Dólar			115 548 260,99	0,47
240 000 000	US T-BILL 29/03/2012	Bono del Tesoro en Dólar			184 871 625,01	0,75
28 700 000 000	JAPON T-BILL 12/01/2012	Bono del Tesoro en Yen			287 335 622,44	1,16
250 000 000	ALSTOM 23/01/2012	Bono corporativo en Euros			249 816 676,67	1,01
4 000 000	AREVA 06/03/2012	Bono corporativo en Euros			3 994 764,36	0,02
25 000 000	AREVA 13/02/2012	Bono corporativo en Euros			24 980 462,50	0,10
250 000 000	PSA BANQUE 18/01/2012	Bono corporativo en Euros			249 882 063,85	1,01
250 000 000	RENAULT 18/01/2012	Bono corporativo en Euros			249 832 879,46	1,01
BONOS DEL ESTADO DE PAÍSES DESARROLLADOS DE TIPO FIJO					2 633 873 017,19	10,67
3 051 600 000	T-BOND 3.125% 15/05/2021 (Estados Unidos)	Dólar	111,63		2 633 873 017,19	10,67
BONOS DEL ESTADO DE PAÍSES EMERGENTES					561 470 496,94	2,27
45 000 000	BK DEV ECO 4.125% 15/09/2017 (Brasil)	Euro	98,47		44 872 661,07	0,18
15 000 000	MUBADALA 5.50% 20/04/2021 (Emiratos Árabes Unidos)	Dólar	104,03		12 151 260,12	0,05
1 905 000 000	POLOGNE 0% 25/07/2012 (Polonia)	Zloty	97,56		416 918 400,54	1,69
68 000 000	ROUMANIE 8.50% 08/05/2012 (Rumania)	Euro	101,75		72 995 956,28	0,30
17 500 000	SRI LANKA 7.40% 22/01/2015 (Sri Lanka)	Dólar	104,47		14 532 218,93	0,06
BONOS CORPORATIVOS DE PAÍSES DESARROLLADOS DE TIPO FIJO					4 405 157 982,73	17,84
25 000 000	ACCOR 6.50% 06/05/2013	Bienes de cons. duradero	105,04		27 339 018,44	0,11
24 300 000	ACCOR 7.50% 04/02/2014	Bienes de cons. duradero	109,15		28 191 891,33	0,11
51 450 000	AIR FRANCE 6.75% 27/10/2016	Industria	100,35		52 284 797,34	0,21
50 000 000	ALLY FIN. 8.30% 12/02/2015	Finanzas (Deuda Senior)	105,58		41 924 619,22	0,17
41 060 000	ANADARKO 5.95% 15/09/2016	Energía	113,22		36 381 986,99	0,15
44 000 000	ANADARKO 7.625% 15/03/2014	Energía	111,59		38 606 616,68	0,16
17 910 000	ARCELOR 3.75% 05/08/2015	Materias primas	96,15		13 479 247,34	0,05
24 692 000	AUTOZONE 5.50% 15/11/2015	Bienes de cons. duradero	111,24		21 301 448,05	0,09
39 096 000	AXA 6.211% 05/10/2017	Finanzas (Deuda subordinada)	70,00		27 969 382,02	0,11
70 000 000	BARCLAYS 3.50% 18/03/2015	Finanzas (Deuda Senior)	99,11		71 328 494,81	0,29
20 000 000	BARCLAYS 6.00% 14/01/2021	Finanzas (Deuda subordinada)	83,71		17 910 023,29	0,07
22 852 000	BARCLAYS 6.00% 23/01/2018	Finanzas (Deuda subordinada)	90,40		21 957 726,11	0,09
18 000 000	BBVA 4.00% 13/05/2013	Finanzas (Deuda Senior)	99,58		18 031 259,51	0,07
75 000 000	BNP PARIBAS 3.25% 22/03/2015	Finanzas (Deuda Senior)	95,23		55 608 349,71	0,23
30 000 000	BNP PARIBAS 4.80% 24/06/2015	Finanzas (Deuda subordinada)	95,24		22 039 440,74	0,09
18 893 000	BNP PARIBAS 5.868% 16/01/2013	Finanzas (Deuda subordinada)	79,98		16 183 097,56	0,07
10 100 000	BNP PARIBAS 8.667% 11/09/2013	Finanzas (Deuda subordinada)	90,99		9 465 441,01	0,04
48 500 000	CARLSBERG 6.00% 28/05/2014	Bienes de cons. perecedero	108,52		54 389 331,15	0,22
16 250 000	CASINO 4.875% 10/04/2014	Bienes de cons. perecedero	103,21		17 353 129,92	0,07

Cartera Carmignac Patrimoine a 31/12/2011 (continuación)			Cotización en divisas	Valor total (€)	% patrimonio neto
50 000 000	CENTURYLINK 6.45% 15/06/2021	Servicios de Telecomunicaciones	101,37	39 176 680,92	0,16
100 000 000	CHRYSLER 8.00% 15/06/2015	Bienes de cons. duradero	91,00	70 425 006,52	0,29
72 000 000	CITIGROUP 3.95% 10/10/2013	Finanzas (Deuda Senior)	99,78	72 507 702,30	0,29
40 000 000	CITIGROUP 5.25% 01/04/2014	Finanzas (Deuda Senior)	99,88	31 192 466,20	0,13
41 400 000	CITIGROUP 5.25% 04/09/2013	Finanzas (Deuda Senior)	98,46	31 832 937,26	0,13
87 300 000	CITIGROUP 7.375% 16/06/2014	Finanzas (Deuda Senior)	107,28	97 208 423,58	0,39
32 000 000	CLIFFS NAT. 4.80% 01/10/2020	Materias primas	99,48	24 828 810,23	0,10
48 150 000	CNCEP 6.117% 30/10/2017	Finanzas (Deuda subordinada)	58,48	28 687 801,57	0,12
43 000 000	CONSOL ENERGY 8.00% 01/04/2014	Energía	110,50	37 286 651,52	0,15
63 080 000	CONT AIRLINES 6.75% 15/09/2012	Industria	94,50	46 912 758,54	0,19
62 500 000	CONTINENTAL 6.50% 05/10/2013	Bienes de cons. duradero	101,73	65 490 868,06	0,27
22 355 000	CREDIT AGRICOLE 3.50% 13/04/2015	Finanzas (Deuda Senior)	92,95	16 143 201,73	0,07
19 400 000	CRH 7.375% 28/05/2014	Materias primas	109,35	22 078 307,81	0,09
34 158 000	DELTA AIR L. 9.50% 15/09/2014	Industria	104,63	28 286 657,49	0,11
20 975 000	DOMTAR 7.125% 15/08/2015	Materias primas	110,43	18 287 107,70	0,07
24 150 000	EDENRED 3.625% 06/10/2017	Industria	98,57	24 020 530,27	0,10
17 193 000	ERICSSON 5.00% 24/06/2013	Servicios de Telecomunicaciones	104,61	18 441 430,71	0,07
70 000 000	EURONEXT 5.375% 30/06/2015	Finanzas (Deuda Senior)	106,96	76 801 500,27	0,31
50 000 000	EXPEDIA 5.95% 15/08/2020	Bienes de cons. duradero	101,54	39 993 013,57	0,16
35 000 000	FERREXPO 7.875% 07/04/2016	Materias primas	87,16	24 013 244,81	0,10
46 250 000	FIAT 6.375% 01/04/2016	Bienes de cons. duradero	87,04	42 496 217,32	0,17
40 669 000	FIAT 6.625% 15/02/2013	Bienes de cons. duradero	100,29	41 828 060,85	0,17
70 630 000	FIAT 6.875% 13/02/2015	Bienes de cons. duradero	95,44	71 734 000,11	0,29
58 500 000	FIAT IND. 5.25% 11/03/2015	Industria	92,42	56 572 679,14	0,23
119 995 000	FIAT IND. 6.25% 09/03/2018	Industria	86,68	110 133 660,09	0,45
60 000 000	FMG RES. 6.375% 01/02/2013	Materias primas	95,33	45 314 813,39	0,18
125 000 000	FMG RES. 7.00% 01/11/2012	Materias primas	99,44	96 694 279,04	0,39
34 000 000	FONC. LYON. 4.62% 25/05/2016	Finanzas (Deuda Senior)	94,33	33 033 924,37	0,13
69 800 000	FORD 7.125% 15/01/2013	Bienes de cons. duradero	102,36	76 269 255,23	0,31
10 000 000	GAL MOTOR 6.75% 01/06/2018	Bienes de cons. duradero	102,56	7 948 330,32	0,03
30 000 000	GAS NATURAL 3.375% 27/01/2015	Utilities	97,63	30 236 198,63	0,12
97 900 000	GAS NATURAL 5.25% 09/07/2014	Utilities	102,44	102 800 504,87	0,42
45 000 000	GEN. ELEC. 4.75% 30/07/2014	Industria	105,53	48 410 795,90	0,20
57 150 000	GLENCORE 5.25% 11/10/2013	Materias primas	104,05	60 161 097,65	0,24
25 000 000	GLENCORE 5.25% 22/03/2017	Materias primas	100,85	26 244 286,89	0,11
30 500 000	GLENCORE 7.125% 23/04/2015	Materias primas	108,22	34 525 880,00	0,14
48 500 000	GRIFOLS 8.25% 01/02/2014	Salud	104,50	40 352 063,51	0,16
14 000 000	GROUPAMA 6.298% 22/10/2017	Finanzas (Deuda subordinada)	31,25	4 553 271,26	0,02
62 159 000	HANESBRANDS 6.375% 15/12/2020	Bienes de cons. duradero	101,50	48 762 103,10	0,20
46 500 000	HEIDELBERG. 7.50% 31/10/2014	Materias primas	106,68	50 225 502,50	0,20
30 000 000	ILIAD 4.875% 01/06/2016	Servicios de Telecomunicaciones	100,96	31 154 510,66	0,13
18 000 000	KINDER MORGAN 5.70% 05/01/2016	Energía	102,63	14 622 847,90	0,06
45 275 000	KPN 6.25% 16/09/2013	Servicios de Telecomunicaciones	107,38	49 468 784,90	0,20
38 000 000	KRAFT FOODS 5.75% 20/03/2012	Bienes de cons. perecedero	100,87	40 060 174,15	0,16

Cartera Carmignac Patrimoine a 31/12/2011 (continuación)

			Cotización en divisas	Valor total (€)	% patrimonio neto
32 213 000	LAFARGE 7.625% 24/11/2016	Materias primas	103,96	33 809 538,77	0,14
74 520 000	LAFARGE 7.625% 27/05/2014	Materias primas	106,14	83 103 732,80	0,34
100 000 000	LLOYDS BK 6.50% 14/09/2020	Finanzas (Deuda subordinada)	85,47	67 370 574,36	0,27
14 500 000	LUFTHANSA 6.75% 24/03/2014	Industria	108,73	16 531 100,57	0,07
63 000 000	LUKOIL 6.375% 05/11/2014	Energía	105,64	51 774 285,52	0,21
38 000 000	LUXOTTICA 4.00% 10/11/2015	Bienes de cons. duradero	99,31	37 965 265,30	0,15
69 200 000	MAN SE 5.375% 20/05/2013	Industria	105,04	75 012 140,14	0,30
20 000 000	METRO 5.75% 14/07/2014	Bienes de cons. perecedero	107,74	22 094 121,31	0,09
35 000 000	METRO 7.625% 05/03/2015	Bienes de cons. perecedero	113,92	42 095 083,33	0,17
77 500 000	MYLAN INC 6.00% 15/11/2014	Salud	103,19	62 090 844,02	0,25
20 000 000	NATIXIS 10.00% 30/04/2018	Finanzas (Deuda subordinada)	81,78	12 872 746,26	0,05
18 950 000	NATIXIS 6.307% 18/10/2017	Finanzas (Deuda subordinada)	51,15	9 948 108,50	0,04
59 803 000	NAVISTAR 8.25% 01/11/2014	Industria	106,31	49 639 852,95	0,20
38 000 000	NII CAPI. 7.625% 01/04/2016	Servicios de Telecomunicaciones	99,25	29 629 488,76	0,12
16 100 000	NWR 7.875% 01/05/2014	Materias primas	93,61	15 293 732,13	0,06
43 500 000	OWENS-ILL. 6.75% 15/09/2020	Materias primas	99,75	44 647 312,50	0,18
50 000 000	PEABODY 6.50% 15/09/2020	Energía	104,81	41 127 972,72	0,17
45 000 000	PEUGEOT 4.00% 19/07/2013	Bienes de cons. duradero	98,97	45 365 622,54	0,18
45 700 000	PEUGEOT 8.50% 04/05/2012	Bienes de cons. duradero	101,87	49 155 784,05	0,20
25 000 000	PPR 8.625% 03/04/2014	Bienes de cons. duradero	112,53	29 759 399,59	0,12
15 000 000	QUADRA 7.75% 15/06/2015	Materias primas	114,06	13 227 076,35	0,05
29 400 000	RALLYE 5.875% 24/03/2014	Bienes de cons. perecedero	101,61	31 223 931,02	0,13
49 400 000	RALLYE 7.625% 04/11/2016	Bienes de cons. perecedero	106,23	53 103 435,67	0,22
37 000 000	RALLYE 8.375% 20/01/2015	Bienes de cons. perecedero	106,65	42 422 859,38	0,17
30 000 000	RENAULT 4.00% 25/01/2016	Bienes de cons. duradero	94,71	29 844 924,66	0,12
39 500 000	RENAULT 5.625% 30/06/2015	Bienes de cons. duradero	102,70	41 706 408,48	0,17
30 950 000	RENAULT 8.125% 15/05/2012	Bienes de cons. duradero	101,88	33 139 920,52	0,13
24 977 000	REXAM 4.375% 15/03/2013	Materias primas	102,55	26 493 677,83	0,11
19 000 000	REXEL 7.00% 17/06/2015	Industria	97,50	18 587 710,56	0,08
49 250 000	REXEL 8.25% 15/12/2013	Industria	106,25	52 542 813,96	0,21
35 560 000	SANDVIK 6.875% 25/02/2014	Industria	109,86	41 163 028,45	0,17
40 500 000	SENSATA TECHN 6.5% 15/05/2015	Industria	99,69	31 376 766,94	0,13
33 000 000	SFR 3.375% 18/07/2012	Servicios de Telecomunicaciones	100,86	33 799 795,57	0,14
50 320 000	SOC. GEN. 3.5% 15/01/2016	Finanzas (Deuda Senior)	88,65	34 999 003,17	0,14
21 763 000	SOC. GEN. 5.419% 10/11/2013	Finanzas (Deuda subordinada)	59,75	13 180 615,27	0,05
70 250 000	SOC. GEN. 7.756% 22/05/2013	Finanzas (Deuda subordinada)	60,31	45 748 848,00	0,19
45 275 000	ST GOBAIN 6.00% 20/05/2013	Materias primas	104,99	49 234 796,03	0,20
21 210 000	STD CHART. 3.625% 03/02/2012	Finanzas (Deuda subordinada)	98,38	21 571 005,82	0,09
10 000 000	SWISS RE 7.00% 19/05/2014	Finanzas (Deuda Senior)	110,17	11 456 590,71	0,05
17 000 000	TELEFONICA 4.393% 17/04/2012	Servicios de Telecomunicaciones	100,59	17 635 071,69	0,07
31 000 000	TELEFONICA 5.431% 03/02/2014	Servicios de Telecomunicaciones	102,37	33 280 551,10	0,13
70 000 000	TRANSOCEAN 4.95% 15/11/2015	Energía	103,02	55 916 015,10	0,23
39 735 000	TRANSOCEAN 5.25% 15/03/2013	Energía	102,94	31 994 023,70	0,13
40 000 000	VESTAS 4.625% 23/03/2015	Industria	86,87	36 199 283,06	0,15

Cartera Carmignac Patrimoine a 31/12/2011 (continuación)			Cotización en divisas	Valor total (€)	% patrimonio neto
11 000 000	VIRGIN MEDIA 9.50% 15/08/2013	Bienes de cons. duradero	111,54	9 762 266,39	0,04
25 000 000	VIVENDI 3.5% 13/07/2015	Bienes de cons. duradero	101,38	25 764 249,32	0,10
56 000 000	WENDEL 4.875% 04/11/2014	Industria	99,41	56 124 880,00	0,23
45 100 000	WENDEL 4.875% 26/05/2016	Industria	90,68	42 237 406,89	0,17
24 000 000	WHIRLPOOL 8.60% 01/05/2014	Bienes de cons. duradero	112,07	20 998 312,98	0,09
60 000 000	WPP GROUP 4.375% 05/12/2013	Bienes de cons. duradero	103,26	62 172 363,93	0,25
BONOS CORPORATIVOS DE LOS PAÍSES DESARROLLADOS DE TIPO VARIABLE				78 035 522,57	0,32
50 000 000	FORTIS BANK TV 03/02/2012	Finanzas (Deuda Senior)	100,10	50 265 486,11	0,20
31 400 000	HSBC TV 29/03/2016	Finanzas (Deuda subordinada)	84,50	27 770 036,46	0,11
BONOS CORPORATIVOS DE LOS PAÍSES EMERGENTES				1 722 069 883,21	6,98
76 350 000	ADARO ENERGY 7.625% 22/10/2014 (Indonesia)	Energía	109,52	65 309 348,30	0,26
50 000 000	AKBANK 5.125% 22/07/2015 (Turquía)	Finanzas (Deuda Senior)	96,81	38 177 695,18	0,15
47 200 000	BANCOLOMBIA 6.125% 26/07/2020 (Colombia)	Finanzas (Deuda subordinada)	102,25	38 155 843,15	0,15
50 500 000	BM&F BOVESPA 5.50% 16/07/2020 (Brasil)	Finanzas (Deuda Senior)	103,22	41 152 809,13	0,17
56 000 000	C. BK QATAR 7.50% 18/11/2019 (Qatar)	Finanzas (Deuda subordinada)	116,66	50 739 210,93	0,21
50 500 000	CENCOSUD 5.50% 20/01/2021 (Chile)	Bienes de cons. perecedero	102,95	41 024 196,40	0,17
50 000 000	CHINA RES PWR 3.75% 03/08/2015 (China)	Utilities	99,30	38 854 106,48	0,16
21 980 000	CSN ISLANDS 9.75% 16/12/2013 (Brasil)	Materias primas	112,79	19 184 152,69	0,08
45 000 000	CSN RESOURCES 6.50% 21/07/2020 (Brasil)	Materias primas	104,99	37 413 126,37	0,15
40 000 000	EMPRESAS ICA 8.90% 04/02/2016 (México)	Industria	90,24	28 948 837,45	0,12
50 000 000	EVRAZ 6.75% 27/04/2018 (Rusia)	Materias primas	89,14	34 817 528,79	0,14
50 000 000	EVRAZ 8.25% 10/11/2015 (Rusia)	Materias primas	101,03	39 388 552,94	0,16
81 000 000	EVRAZ 8.875% 24/04/2013 (Rusia)	Materias primas	104,59	66 335 386,90	0,27
35 000 000	EXIMBK KOREA 4.125% 09/09/2015 (Corea del Sur)	Finanzas (Deuda Senior)	102,97	28 116 260,00	0,11
19 000 000	EXIMBK KOREA 5.875% 14/01/2015 (Corea del Sur)	Finanzas (Deuda Senior)	107,92	16 201 966,69	0,07
141 000 000	FIBRIA 7.50% 04/05/2015 (Brasil)	Materias primas	98,50	108 288 217,85	0,44
54 500 000	GAZPROM 8.125% 04/02/2015 (Rusia)	Energía	108,99	63 451 315,17	0,26
58 440 000	GAZPROM 8.125% 31/07/2014 (Rusia)	Energía	108,26	50 302 199,92	0,20
60 000 000	HYPERMARCAS 6.50% 20/04/2016 (Brasil)	Bienes de cons. perecedero	89,21	41 849 144,30	0,17
45 000 000	ICICI BANK 5.00% 15/01/2016 (India)	Finanzas (Deuda Senior)	97,09	34 469 456,53	0,14
100 935 000	ICICI BANK 6.625% 03/10/2012 (India)	Finanzas (Deuda Senior)	102,19	80 760 559,27	0,33
20 000 000	KAZMUNAIGAZ 7.00% 05/05/2020 (Kazajistán)	Energía	106,37	16 564 452,83	0,07
58 000 000	KOROIL 2.875% 09/11/2015 (Corea del Sur)	Energía	99,48	44 643 775,33	0,18
45 000 000	NOBLE GROUP 4.875% 05/08/2015 (Hong Kong)	Industria	92,34	32 709 524,13	0,13
52 000 000	OGX PETROLEO 8.50% 01/06/2018 (Brasil)	Energía	98,42	39 735 212,93	0,16
50 000 000	PEMEX 4.875% 15/03/2015 (México)	Energía	106,29	41 507 160,83	0,17
62 000 000	PETROBRAS 3.875% 27/01/2016 (Brasil)	Energía	102,95	49 974 884,98	0,20
90 000 000	PETROBRAS 5.375% 27/01/2021 (Brasil)	Energía	105,36	74 672 023,65	0,30
66 400 000	PETROBRAS 7.875% 15/03/2019 (Brasil)	Energía	119,91	62 552 198,90	0,25
33 000 000	SANTANDER BR 4.50% 06/04/2015 (Brasil)	Finanzas (Deuda Senior)	97,37	25 030 709,09	0,10
18 000 000	SANTANDER CL 3.75% 22/09/2015 (Chile)	Finanzas (Deuda Senior)	99,67	13 967 938,99	0,06
60 000 000	SBERBANK 5.499% 07/07/2015 (Rusia)	Finanzas (Deuda Senior)	101,86	48 329 395,68	0,20
50 000 000	SHINHAN BANK 4.375% 15/09/2015 (Corea del Sur)	Finanzas (Deuda Senior)	102,55	40 009 880,51	0,16
15 000 000	TAM CAPITAL 8.375% 03/06/2016 (Brasil)	Industria	102,07	11 877 076,67	0,05

Cartera Carmignac Patrimoine a 31/12/2011 (continuación)

			Cotización en divisas	Valor total (€)	% patrimonio neto
49 000 000	TELEMAR 5.125% 15/12/2017 (Brasil)	Servicios de Telecomunicaciones	97,83	48 072 701,78	0,19
44 500 000	TELEMAR 5.50% 23/10/2020 (Brasil)	Servicios de Telecomunicaciones	99,21	34 381 780,91	0,14
40 350 000	TPSA 6.00% 22/05/2014 (Polonia)	Servicios de Telecomunicaciones	107,67	44 945 385,43	0,18
55 000 000	VEDANTA RES. 8.25% 07/06/2021 (India)	Materias primas	78,27	33 422 091,05	0,14
78 000 000	VIMPELCOM 8.375% 30/04/2013 (Rusia)	Servicios de Telecomunicaciones	104,29	63 559 883,93	0,26
32 000 000	VOTORANTIM 5.25% 28/04/2017 (Brasil)	Materias primas	100,07	33 173 891,15	0,13
BONOS CONVERTIBLES				19 857 721,05	0,08
26 000 000	URANIUM-1 7.50% CV 13/03/2015	Energía	100,88	19 857 721,05	0,08
RENTA VARIABLE DE PAÍSES DESARROLLADOS				6 442 799 223,76	26,10
América del Norte				4 007 250 872,03	16,23
9 055 000	ANADARKO PETROLEUM (Estados Unidos)	Energía	76,33	532 425 490,12	2,16
1 285 664	APPLE INC (Estados Unidos)	Tecnología de la Información	405,00	401 104 587,30	1,62
2 410 000	CELGENE CORP (Estados Unidos)	Salud	67,60	125 498 594,15	0,51
2 953 236	CHECK POINT SOFTWARE (Estados Unidos)	Tecnología de la Información	52,54	119 526 263,87	0,48
508 500	CME GROUP (Estados Unidos)	Finanzas	243,67	95 448 287,95	0,39
1 320 342	DOLLAR TREE INC (Estados Unidos)	Bienes de cons. duradero	83,11	84 530 773,50	0,34
3 005 000	ENSCO PLC (Estados Unidos)	Energía	46,92	108 611 947,77	0,44
4 465 000	FMC TECHNOLOGIES INC (Estados Unidos)	Energía	52,23	179 645 611,06	0,73
1 245 926	INTERCONTINENTALEXCHANGE INC (Estados Unidos)	Finanzas	120,55	115 700 326,85	0,47
967 997	MASTERCARD (Estados Unidos)	Tecnología de la Información	372,82	278 002 265,95	1,13
1 615 544	MEAD JOHNSON NUTRITION (Estados Unidos)	Bienes de cons. perecedero	68,73	85 534 290,43	0,35
7 540 000	NEWMONT MINING (Estados Unidos)	Materias primas	60,01	348 554 019,18	1,41
4 485 000	SCHLUMBERGER (Estados Unidos)	Energía	68,31	236 005 353,77	0,96
2 185 183	YUM! BRANDS INC (Estados Unidos)	Bienes de cons. duradero	59,01	99 331 855,97	0,40
7 150 000	BARRICK GOLD (Canadá)	Materias primas	45,25	249 229 673,00	1,01
2 509 433	DETOUR GOLD (Canadá)	Materias primas	25,15	47 745 387,11	0,19
6 112 000	FIRST QUANTUM MINERALS LTD (Canadá)	Materias primas	20,05	92 707 644,59	0,38
2 799 660	FRANCO-NEVADA CORP (Canadá)	Materias primas	38,78	82 135 503,12	0,33
9 540 000	GOLDCORP INC (Canadá)	Materias primas	44,25	325 189 693,02	1,32
3 850 000	HUBBAY MINERALS INC (Canadá)	Materias primas	10,14	29 533 608,20	0,12
27 946 795	KINROSS GOLD CORP (Canadá)	Materias primas	11,40	240 007 493,73	0,97
2 680 000	POTASH CORP (Canadá)	Materias primas	41,28	85 221 584,56	0,35
27 881 621	URANIUM-1 INC (Canadá)	Energía	2,16	45 560 616,83	0,18
Australia				254 591 733,42	1,03
7 130 000	CSL	Salud	32,00	180 192 702,57	0,73
3 076 553	WOODSIDE PETROLEUM	Energía	30,62	74 399 030,85	0,30
Japón				109 503 142,28	0,44
928 450	FANUC LTD	Industria	11 780,00	109 503 142,28	0,44
Europa				2 071 453 476,03	8,39
7 372 040	CIE FINANCIERE RICHEMONT (Suiza)	Bienes de cons. duradero	47,51	288 529 220,20	1,17
2 000 000	ESSILOR SA (Francia)	Salud	54,55	109 100 000,00	0,44
387 064	HERMES INTERNATIONAL (Francia)	Bienes de cons. duradero	230,35	89 160 192,40	0,36
5 116 000	JERONIMO MARTINS (Portugal)	Bienes de cons. perecedero	12,79	65 433 640,00	0,27
2 110 000	LVMH (Francia)	Bienes de cons. duradero	109,40	230 834 000,00	0,94

Cartera Carmignac Patrimoine a 31/12/2011 (continuación)			Cotización en divisas	Valor total (€)	% patrimonio neto
8 915 000	NESTLE SA (Suiza)	Bienes de cons. perecedero	54,00	396 581 266,99	1,61
2 763 909	NOVO NORDISK AS (Dinamarca)	Salud	660,00	245 437 841,33	0,99
2 050 000	PERNOD RICARD (Francia)	Bienes de cons. perecedero	71,66	146 903 000,00	0,60
2 160 000	RANDGOLD RESOURCES LTD (Malía*)	Materias primas	102,10	169 884 836,11	0,69
377 853	SAFT GROUPE SA (Francia)	Industria	21,85	8 256 088,05	0,03
12 503 750	STANDARD CHARTERED (Reino Unido)	Finanzas	14,09	210 915 644,08	0,85
6 578 598	TULLOW OIL (Reino Unido)	Energía	14,02	110 417 746,87	0,45
RENTA VARIABLE DE PAÍSES EMERGENTES				2 896 181 484,16	11,73
América Latina				567 895 859,27	2,30
12 225 100	ALL AMERICA LATINA LOGISTICA (Brasil)	Industria	9,30	46 954 562,54	0,19
1 221 000	AMBEV (Brasil)	Bienes de cons. perecedero	36,09	33 945 145,01	0,14
1 057 800	BANCOLOMBIA (Colombia)	Finanzas	59,56	48 532 579,44	0,20
884 983	CREDICORP (Perú)	Finanzas	109,47	74 628 578,37	0,30
19 300 000	CYRELA BRAZIL REALTY (Brasil)	Bienes de cons. duradero	14,84	118 286 080,08	0,48
1 433 080	GRUPO PAO DE ACUCAR (Brasil)	Bienes de cons. perecedero	36,43	40 216 542,31	0,16
253 670	HRT PARTICIPACOES EM PETROLEO (Brasil)	Energía	568,00	59 505 878,95	0,24
4 740 200	ITAU UNIBANCO (Brasil)	Finanzas	33,99	66 541 143,58	0,27
3 781 400	PACIFIC RUBIALES ENERGY CORP (Colombia)	Energía	18,73	53 580 680,11	0,22
7 780 000	ROSSI RESIDENCIAL (Brasil)	Finanzas	8,00	25 704 668,88	0,10
Asia				2 328 285 624,89	9,43
30 600 000	ASTRA INTERNATIONAL (Indonesia)	Bienes de cons. duradero	74,00	192 371 469,61	0,78
2 260 000	BAIDU (China)	Tecnología de la Información	116,47	202 767 168,66	0,82
150 013 050	BANK CENTRAL ASIA (Indonesia)	Finanzas	8,00	101 954 534,14	0,41
36 200 000	BANK OF AYUDHYA (Tailandia)	Finanzas	22,00	19 444 949,72	0,08
505 000 000	CHINA CONSTRUCTION BANK (China)	Finanzas	5,42	271 478 447,16	1,10
81 700 000	CHINA LIFE INSURANCE (China)	Finanzas	19,20	155 585 090,56	0,63
116 010 000	CHINA OVERSEAS LAND (Hong Kong)	Finanzas	12,98	149 353 295,91	0,61
15 687 000	DLF LIMITED (India)	Finanzas	183,10	41 664 673,82	0,17
60 533 140	GMR INFRASTRUCTURE (India)	Utilities	21,00	18 439 631,70	0,07
349 726 900	GOME ELECTRICAL APPLIANCES (China)	Bienes de cons. duradero	1,80	62 437 604,89	0,25
46 613 000	HANG LUNG PROPERTIES (China)	Finanzas	22,10	102 174 852,71	0,41
23 623 256	HOUSING DEVELOPMENT FINANCE (India)	Finanzas	652,05	223 439 710,88	0,91
445 999 500	ICBC (China)	Finanzas	4,61	203 929 469,26	0,83
21 486 500	ICICI BANK (India)	Finanzas	684,65	221 003 916,14	0,90
3 640 000	INFOSYS TECHNOLOGIES (India)	Tecnología de la Información	2 767,65	146 134 344,87	0,59
111 734 800	WYNN MACAU (China)	Bienes de cons. duradero	19,50	216 106 464,86	0,88
VALOR DE LA CARTERA				18 759 445 331,61	75,99
PATRIMONIO NETO				24 686 103 692,03	100,00

* Lugar de producción.