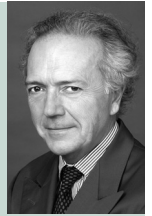




CARMIGNAC

Investissement

Informe de gestión a 31 de diciembre de 2011



E. Carmignac

Activo neto global del Fondo	7.588.402.372,35 €	Valor liquidativo Carmignac Investissement (A)	8.103,51 €
		Valor liquidativo Carmignac Investissement (E)	123,54 €
		Valor liquidativo Carmignac Investissement (GBP)	86,76 £

El Fondo se ha revalorizado a lo largo de este trimestre (3,07%) a un ritmo claramente inferior al de su índice de referencia (10,31%), por lo que su evolución anual (-9,95%) también queda ligeramente por debajo de la del índice (-6,39%).

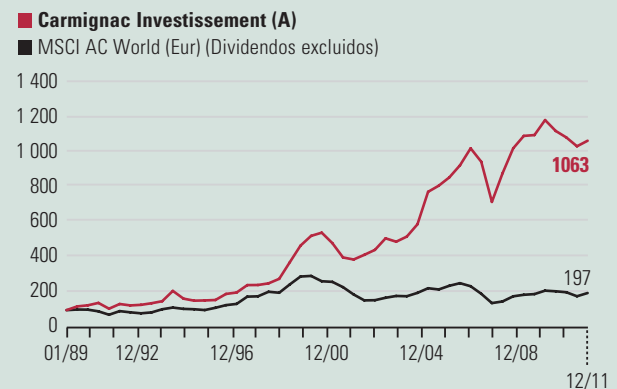
El ejercicio 2011 ha resultado particularmente frustrante para **Carmignac Investissement**. El análisis macroeconómico que nos ha guiado a lo largo del año está lejos de ser acertado, aunque la rentabilidad del Fondo haya resultado decepcionante. Puesto que fuimos rápidamente conscientes del alcance de la crisis europea y del riesgo sistémico que esta supondría para la economía mundial, optamos por una exposición limitada a los mercados de renta variable, lo que se consiguió mediante la contratación de coberturas frente a la caída de los índices europeos. Asimismo, a lo largo del año pasado hemos aumentado las posiciones del Fondo en minas de oro, así como su exposición al dólar. La protección de la cartera —garantizada a través de las posiciones cortas en índices europeos en general y bancarios en particular— ha funcionado muy bien, aunque la sobreexposición a la renta variable emergente ha lastrado al Fondo. Pensábamos que esta estaría a salvo de las decepciones europeas y que la relajación monetaria china se produciría mucho antes. La cobertura mediante posiciones en el sector del oro ha sido decepcionante, ya que si bien la onza ha ganado más de un 10% a lo largo del año, las minas de oro se han dejado más de un 10%. La popularización de los ETF indexados al metal amarillo ha reducido temporalmente el interés por las acciones de los productores. Por último, las posiciones del Fondo en divisas externas solo han hecho una modesta contribución a la rentabilidad del Fondo, puesto que el euro solo se ha depreciado en relación con el billete verde un 3% a lo largo de 2011. Nuestros temores ante un contagio sistémico de la crisis europea —cuyo potencial devastador se demostró en el mes de agosto—, nos han permitido, no obstante, amortiguar considerablemente los efectos de uno de los peores trimestres de la historia de las Bolsas, pero ha tenido un coste relativamente importante a lo largo del cuarto trimestre, que ha estado marcado por un claro rebote de los mercados de renta variable. Ante el riesgo sistémico, nuestra prioridad ha sido, sin lugar a dudas, la preservación del capital.

En nuestro informe anterior, exponíamos nuestra profunda desconfianza en relación con el cóctel político europeo: mucho rigor presupuestario inmediato (generalmente mediante el aumento de la presión fiscal), muy pocas medidas estructurales que favorezcan la competitividad y el crecimiento, y todo esto, con un Banco Central Europeo que rechaza la monetización de la deuda pública de los Estados más frágiles como telón de fondo. «*Es la política monetaria quien debe ocuparse de realizar el esfuerzo inicial decisivo para favorecer el crecimiento económico*», comentábamos. Las situaciones griega y española siguen demostrando la falta de adaptación de la respuesta económica y monetaria a los problemas de los países sobreendeudados de la zona. En el primer caso, la reducción de la deuda conseguida mediante el impago organizado resultará rápidamente insuficiente debido a la incapacidad del país de crecer y de recaudar impuestos. ¿Va a tener que abandonar Grecia la zona del euro? En el segundo caso, el tratamiento de choque que el país se impone en materia de reducción del déficit presupuestario mata el crecimiento, lo que a su vez impide la mejora de la situación presupuestaria. Habida cuenta de los riesgos griego y español, los resultantes de las elecciones en Francia e incluso de la situación económica de Alemania —donde se cuenta con un crecimiento negativo a lo largo de este trimestre, como en el anterior—,

la coyuntura europea continúa siendo particularmente difícil. Entretanto, la decisión del BCE de conceder financiación ilimitada a tres años (LTRO) a los bancos comerciales es positiva. Esta relajación cuantitativa indirecta mediante la cual el BCE suministra al sistema bancario toda la liquidez que necesita, así como los medios para que este sustituya a la autoridad monetaria como prestamista de última instancia para los gobiernos, aleja momentáneamente el riesgo sistémico. Además, ofrece a los bancos la posibilidad de recuperar la salud mediante ventajosas operaciones de refinanciación, en el supuesto de que se alcance una solución definitiva a la crisis europea. Este dispositivo puede ayudar a hacer frente al cargado calendario de emisiones de deuda pública de este trimestre y contribuye a que la actitud a corto plazo hacia los mercados europeos de renta variable sea más constructiva. Nuestra gestión tiene en cuenta este cambio positivo en este comienzo de año. No obstante, creemos que esta transferencia parcial de responsabilidad al sistema bancario por parte del BCE es una solución que dista mucho de ser perfecta y que mostrará sus puntos débiles en cuanto aparezcan las primeras incertidumbres en el panorama del crecimiento europeo. Seguimos firmemente convencidos de que el Banco Central Europeo no podrá evitar el papel de prestamista de última instancia, que a día de hoy aún rechaza, y seguimos creyendo que el aplazamiento de esta importante decisión pesará sobre la actividad europea y debilitará la estabilidad financiera mundial.

La mejora constatada en la actitud hacia los mercados europeos se une a la de la situación macroeconómica de los dos países más importantes para el crecimiento mundial: Estados Unidos y China. En Estados Unidos, los indicadores adelantados se recuperan al mismo tiempo que los mercados inmobiliario y laboral van mejorando, mientras que tanto el consumo como la inversión siguen siendo relativamente robustos. A pesar de que tenemos ciertas dudas respecto al mantenimiento de esta dinámica en el entorno actual (véase el informe **Carmignac Patrimoine**), tomamos buena nota de la resistencia estadounidense. En China, el tan esperado descenso de la inflación ha sido como una explosión: la subida de los precios ha pasado en cuatro meses del 6,5% al 4,1% y esta desaceleración debería mantenerse a lo largo de los tres próximos

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.

meses si tenemos en cuenta los favorables efectos de base. Además, la relativamente baja subida del 2,1% de la vivienda, demuestra el éxito de la política aplicada para combatir el sobrecalentamiento del sector. Por otro lado, los primeros síntomas de relajación monetaria ya han aparecido: bajada de 25 puntos básicos del coeficiente de reservas obligatorias y aumento del volumen de los créditos bancarios autorizados. En este sentido, estamos probablemente muy cerca de una situación en la que la liquidez volverá a ser favorable en el mercado chino, más sensible que ninguno a este factor.

Esta positiva situación de la liquidez ya se da en Estados Unidos, donde la Reserva Federal ha prometido tipos al 0% para al menos otros dieciocho meses y no excluye la aplicación de nuevas medidas para favorecer aún más la caída de los gastos de financiación a largo plazo, si fuera necesario. A estos datos macroeconómicos y esta liquidez favorable se añaden unas cotizaciones más que razonables. En Estados Unidos, los márgenes de las empresas en relación con el PIB están alcanzando de nuevo máximos históricos, dado que los balances se han ido aligerando considerablemente desde 2008 hasta reducir a más de la mitad la tasa de endeudamiento de las empresas, y a que la competitividad no ha dejado de mejorar bajo los efectos del aumento continuo de la productividad y una década de debilitamiento del dólar. Así, para 2012 se espera un PER de 12,3 veces con una mejora de los beneficios del 10% con respecto a 2011, por lo que el mercado estadounidense presenta un riesgo limitado. En China, el múltiplo de beneficios de 2012 es solo de 9,5 veces, lo que constituye el nivel de valoración más bajo desde hace al menos 12 años, si excluimos el hundimiento de 2008. Esta atractiva valoración, sumada a la inminente bajada de tipos que se perfila y a la falta de interés manifestada a lo largo del 2011 en relación con el gigante asiático, crea condiciones de recuperación que nos parecen irresistibles. Estas atractivas valoraciones se encuentran también en Europa, donde el PER previsto para 2012 es de sólo 9,5 veces (10,5 excluyendo el sector financiero), lo que atestigua los temores del mercado respecto al futuro de la zona. Sin embargo, allí se dan dos velocidades: una marcada rentabilidad inferior de los sectores y empresas demasiado dependientes del mercado europeo y un tratamiento más favorable a las entidades exportadoras que se benefician de la fuerza relativa del resto del mundo y, desde el verano, de la depreciación del euro.

En este contexto mundial promovido en gran medida por una liquidez sobreabundante y una actividad económica favorable en Estados Unidos y en la mayoría de los países emergentes, solo la situación europea podría impedir que se produjera un claro rebote de los mercados de renta variable tras el difícil 2011. Esta hipoteca europea crea dos escenarios diferenciados, lo que dificulta la gestión del riesgo debido a las correlaciones especialmente altas entre las diferentes clases de activos. No obstante, esta situación confirma dos de nuestras convicciones. En primer lugar, China va a recuperar, al menos en términos relativos, su retraso bursátil gracias a la inversión de la política monetaria que ha comenzado. A continuación, la inevitabilidad de que el BCE sea un prestamista de última instancia va a amplificar la caída del euro que comenzó el verano pasado. Esta segunda convicción nos permite enfrentarnos con confianza a las perspectivas de rentabilidad de las inversiones realizadas fundamentalmente en divisas extranjeras antes incluso de que el firme cambio del modus operandi del BCE provoque una reacción positiva de confianza en los mercados de renta variable.

Estrategia de inversión

Este nuevo entorno en el que la política monetaria china ya no es adversa, donde los políticos estadounidenses parecen haber decidido evitar cualquier bloqueo ante la proximidad de las elecciones de noviembre y donde la liquidez en Europa se ha mejorado claramente con la instauración de la línea de crédito a tres años, nos ha llevado a adoptar un posicionamiento más decidido en este comienzo de año. Estos importantes desbloques tienen la capacidad de permitir que las valoraciones de los mercados asciendan hasta su nivel de equilibrio, por lo que procederemos a la elevación del nivel de exposición del Fondo a más del 90%.

■ **Las inversiones expuestas a la mejora del nivel de vida en los países emergentes se han reforzado del 34% al 37,3%.** Por las razones expuestas anteriormente, creemos que la intolerancia al riesgo que ha afectado a los mercados emergentes durante el año pasado crea una oportunidad muy atractiva. Por tanto, hemos aumentado más del doble la posición en **Gome Electrical**, una empresa de distribución en plena reorganización capaz de beneficiarse de la dinámica del consumo chino y del desarrollo de viviendas sociales, y hemos abierto una posición en la cervecera **Ambev**, líder en el continente americano en el sector de las cervezas y las sodas. También hemos aumentado la presencia de China en la cartera a través de la empresa estadounidense **Yum! Brands**, que explota una cadena de restaurantes de comida rápida que ha mostrado una destacable evolución, y hemos comprado más acciones de **Mead Johnson**, líder en alimentación para bebés.

■ **El sector de los valores defensivos ha pasado del 13,3% al 14,2% de los activos**, mediante la incorporación del distribuidor de artículos de bajo coste **Dollar Tree**. Por el contrario, hemos liquidado la posición **Vertex**, cuyo tratamiento de la hepatitis C se enfrenta a una dura competencia.

■ **La temática de la innovación se ha reducido sensiblemente y ha pasado del 10,7% de los activos al 7,1%.** Las posiciones en Oracle, First Solar y Skyworks Solutions se han liquidado íntegramente. Hemos vendido Oracle debido a que la empresa ha mostrado una inesperada pero generalizada debilidad de su actividad. A principios de octubre debimos rendirnos ante la evidencia de que, a pesar de su tecnología puntera, First Solar está sufriendo intensamente debido al aumento de capacidad de los chinos, mientras que Skyworks se ha visto perjudicada por la decisión de **Apple** de aplicar en menor medida su tecnología en el iPhone 4S.

■ **El peso del sector energético ha aumentado del 12,2% al 13,9%** por el refuerzo de nuestra posición en **EnSCO**, así como por la revalorización relativa del sector, que está bien posicionado para beneficiarse de la relajación monetaria en China y del rebote económico que continúa en Estados Unidos.

■ **Las minas de oro conservan la misma ponderación: el 14,4% de los activos.** La introducción en este segmento de una posición en **Franco Nevada** compensa la pérdida de valor de otras minas a lo largo del trimestre que termina. El activismo de los bancos centrales en todo el mundo nos anima a conservar nuestras inversiones en el sector del oro, más aún teniendo en cuenta el enorme terreno perdido que este acumula frente al metal.

■ **El mantenimiento de una reserva de liquidez del 9%** contribuye, al mismo tiempo que las minas de oro y los valores defensivos, a una posición defensiva que representa el 37,6% de la cartera; los otros dos tercios están dedicados a temáticas expuestas al crecimiento económico.

Con esta estructura, la cartera de Carmignac Investissement debería beneficiarse de la mejora constatada de las condiciones de inversión en renta variable. Su falta de exposición al euro lo cubre frente al riesgo, siempre presente, de una nueva agravación de la situación en Europa, a la que el BCE está respondiendo ya con medidas que contribuyen a debilitar la moneda única.

Entre los mejores resultados anuales, destacamos los siguientes:

Valores	Rentabilidad
Mastercard* , servicios de pago, Estados Unidos	+66%
Hermès , productos de lujo, Francia	+47%
Astra International , automóviles, Indonesia	+36%
Apple , equipos informáticos, Estados Unidos	+26%
Randgold Resources , oro, África	+24%

* Posición parcialmente vendida a 31/12/2011

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
Carmignac Investissement (A)	-9,95	3,07	-1,72	-9,95	48,63	24,36	167,81	963,10
Carmignac Investissement (E)	-10,62	2,88	-2,08	-10,62	43,99	-	-	-
MSCI AC World (Eur) (Dividendos excluidos)	-6,39	10,31	-2,14	-6,39	40,86	-17,28	-14,41	97,39
Media de la categoría*	-8,83	8,69	-4,50	-8,83	41,12	-11,12	-7,91	193,77
Clasificación (cuartil)	3	4	2	3	2	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
6,38	-2,28	-0,66	3,44

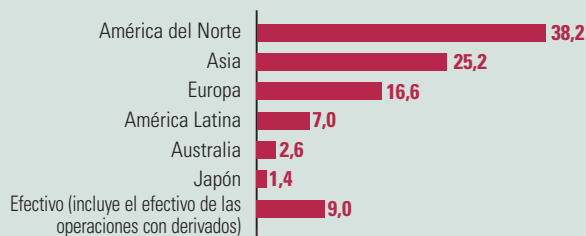
Value at Risk Fondo Indicador de referencia

99% - 20d (2 años)	9,96%	13,80%
--------------------	-------	--------

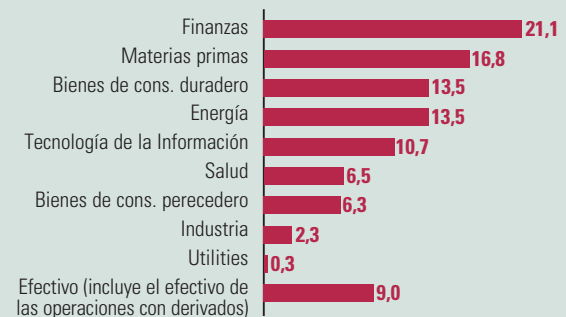
Estadísticas (%)

	1 año	3 años
Volatilidad del Fondo	8,28	13,95
Volatilidad del Indicador	12,35	14,22
Ratio de sharpe	-1,11	0,84
Beta	0,34	0,63
Alfa	-0,68	0,53

Distribución geográfica (sin derivados) (%)

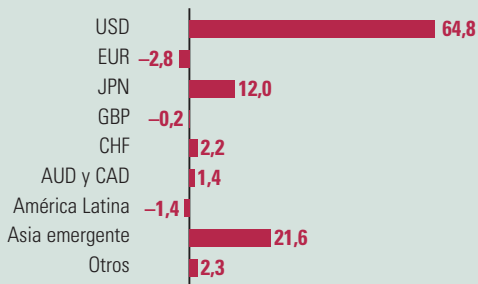


Distribución sectorial (sin derivados) (%)



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 31/12/2011

	Cotización en divisas	Valor total (€)	% patrimonio neto		
Efectivo, operaciones de tesorería y operaciones sobre derivados		683 708 940,56	9,01		
EFFECTIVO (INCLUYE EL EFFECTIVO DE LAS OPERACIONES CON DERIVADOS)					
120 000 000	US T-BILL 01/03/2012	Bono del Tesoro en Dólar	92 436 499,50	2,01	
340 000 000	US T-BILL 05/04/2012	Bono del Tesoro en Dólar	261 902 102,00	1,22	
230 000 000	US T-BILL 09/02/2012	Bono del Tesoro en Dólar	177 174 654,53	3,45	
RENTA VARIABLE DE PAÍSES DESARROLLADOS		4 460 261 277,54	58,78		
América del Norte		2 899 635 803,42	38,21		
6 255 000	ANADARKO PETROLEUM	Energía	76,33	367 788 121,56	4,85
944 000	APPLE INC	Tecnología de la Información	405,00	294 511 420,10	3,88
1 853 000	CELGENE CORP	Salud	67,60	96 493 317,41	1,27
2 912 641	CHECK POINT SOFTWARE	Tecnología de la Información	52,54	117 883 263,21	1,55
358 900	CME GROUP	Finanzas	243,67	67 367 533,03	0,89
880 221	DOLLAR TREE INC	Bienes de cons. duradero	83,11	56 353 400,85	0,74
1 900 000	ENSCO PLC	Energía	46,92	68 673 111,74	0,90
3 129 998	FMC TECHNOLOGIES INC	Energía	52,23	125 932 901,08	1,66
878 149	INTERCONTINENTALEXCHANGE INC	Finanzas	120,55	81 547 480,61	1,07
531 453	MASTERCARD	Tecnología de la Información	372,82	152 629 748,07	2,01
1 462 549	MEAD JOHNSON NUTRITION	Bienes de cons. perecedero	68,73	77 434 035,18	1,02
5 297 100	NEWMONT MINING	Materias primas	60,01	244 870 755,31	3,23
2 622 496	SCHLUMBERGER	Energía	68,31	137 998 460,70	1,82

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

			Cotización en divisas	Valor total (€)	% patrimonio neto
1 456 123	YUM! BRANDS INC	Bienes de cons. duradero	59,01	66 190 978,11	0,87
5 508 000	BARRICK GOLD	Materias primas	45,25	191 993 991,45	2,53
1 909 067	DETOUR GOLD	Materias primas	25,15	36 322 604,72	0,48
4 946 250	FIRST QUANTUM MINERALS LTD	Materias primas	20,05	75 025 390,55	0,99
1 866 440	FRANCO-NEVADA CORP	Materias primas	38,78	54 757 002,08	0,72
7 341 357	GOLDCORP INC	Materias primas	44,25	250 244 615,22	3,30
5 140 100	HUBBAY MINERALS INC	Materias primas	10,14	39 430 051,82	0,52
21 904 871	KINROSS GOLD CORP	Materias primas	11,40	185 017 155,75	2,44
2 390 000	POTASH CORP	Materias primas	41,28	75 999 845,93	1,00
21 523 279	URANIUM-1 INC	Energía	2,16	35 170 618,94	0,46
Australia				195 086 139,27	2,57
5 490 593	CSL	Salud	32,00	138 760 840,31	1,83
2 329 167	WOODSIDE PETROLEUM	Energía	30,62	56 325 298,96	0,74
Japón				109 373 406,21	1,44
927 350	FANUC LTD	Industria	11 780,00	109 373 406,21	1,44
Europa				1 256 165 928,64	16,55
5 114 869	CIE FINANCIERE RICHEMONT (Suiza)	Bienes de cons. duradero	47,51	200 187 351,67	2,64
1 540 387	ESSILOR SA (Francia)	Salud	54,55	84 028 110,85	1,11
371 068	HERMES INTERNATIONAL (Francia)	Bienes de cons. duradero	230,35	85 475 513,80	1,13
5 289 708	JERONIMO MARTINS (Portugal)	Bienes de cons. perecedero	12,79	67 655 365,32	0,89
1 469 500	LVMH (Francia)	Bienes de cons. duradero	109,40	160 763 300,00	2,12
3 334 500	NESTLE SA (Francia)	Bienes de cons. perecedero	54,00	148 334 294,42	1,95
1 931 978	NOVO NORDISK AS (Dinamarca)	Salud	660,00	171 561 549,17	2,26
1 184 000	PERNOD RICARD (Francia)	Bienes de cons. perecedero	71,66	84 845 440,00	1,12
1 658 000	RANDGOLD RESOURCES LTD (Malia*)	Materias primas	102,10	130 402 341,79	1,72
754 483	SAFT GROUPE SA (Francia)	Industria	21,85	16 485 453,55	0,22
6 340 845	TULLOW OIL (Reino Unido)	Energía	14,02	106 427 208,07	1,40
RENTA VARIABLE DE PAÍSES EMERGENTES				2 444 432 154,23	32,21
América Latina				530 632 758,55	6,99
13 373 800	ALL AMERICA LATINA LOGISTICA (Brasil)	Industria	9,30	51 366 526,94	0,68
814 000	AMBEV (Brasil)	Bienes de cons. perecedero	36,09	22 630 096,68	0,30
1 086 676	BANCOLOMBIA (Colombia)	Finanzas	59,56	49 857 429,85	0,66
798 060	CREDICORP (Perú)	Finanzas	109,47	67 298 561,95	0,89
15 163 165	CYRELA BRAZIL REALTY (Brasil)	Bienes de cons. duradero	14,84	92 934 197,26	1,22
1 230 342	GRUPO PAO DE ACUCAR (Brasil)	Bienes de cons. perecedero	36,43	34 527 103,23	0,45
238 830	HRT PARTICIPACOES EM PETROLEO (Brasil)	Energía	568,00	56 024 713,49	0,74
3 602 800	ITAU UNIBANCO (Brasil)	Finanzas	33,99	50 574 750,45	0,67
4 836 800	PACIFIC RUBIALES ENERGY CORP (Colombia)	Energía	18,73	68 535 207,47	0,90
11 163 686	ROSSI RESIDENCIAL (Brasil)	Finanzas	8,00	36 884 171,23	0,49
Asia				1 913 799 395,68	25,22
23 575 000	ASTRA INTERNATIONAL (Indonesia)	Bienes de cons. duradero	74,00	148 207 758,04	1,95
1 550 000	BAIDU (China)	Tecnología de la Información	116,47	139 065 978,51	1,83
125 336 015	BANK CENTRAL ASIA (Indonesia)	Finanzas	8,00	85 183 089,21	1,12
63 663 662	BANK OF AYUDHYA (Tailandia)	Finanzas	22,00	34 197 146,59	0,45
388 776 990	CHINA CONSTRUCTION BANK (China)	Finanzas	5,42	208 999 155,52	2,75
62 835 500	CHINA LIFE INSURANCE (China)	Finanzas	19,20	119 660 550,28	1,58
117 359 969	CHINA OVERSEAS LAND (Hong Kong)	Finanzas	12,98	151 091 269,53	1,99
14 213 000	DLF LIMITED (India)	Finanzas	183,10	37 749 729,65	0,50
65 563 252	GMR INFRASTRUCTURE (India)	Utilities	21,00	19 971 906,63	0,26
264 741 100	GOME ELECTRICAL APPLIANCES (China)	Bienes de cons. duradero	1,80	47 264 880,68	0,62
38 302 070	HANG LUNG PROPERTIES (China)	Finanzas	22,10	83 957 444,51	1,11
20 537 459	HOUSING DEVELOPMENT FINANCE (India)	Finanzas	652,05	194 252 789,58	2,56
343 267 500	ICBC (China)	Finanzas	4,61	156 956 138,05	2,07
16 354 493	ICICI BANK (India)	Finanzas	684,65	170 975 897,43	2,25
2 800 000	INFOSYS TECHNOLOGIES (India)	Tecnología de la Información	2 767,65	112 411 034,51	1,48
40 872 000	SUN ART RETAIL (China)	Bienes de cons. perecedero	9,71	39 363 146,93	0,52
85 048 000	WYNN MACAU (China)	Bienes de cons. duradero	19,50	164 491 480,03	2,17
VALOR DE LA CARTERA				6 904 693 431,77	90,99
PATRIMONIO NETO				7 588 402 372,33	100,00

* Lugar de producción.