



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 30 mars 2007

Carmignac Investissement Part A

Actif net 1 680 257 068,90 €
 Nombre de parts 262 779,51
 Valeur de la part 6 394,17 €

Progression au cours du trimestre

Fonds -1,9%
 Indicateur +1,1%

Progression sur 1 an

Fonds +2,2%
 Indicateur +3,4%

Carmignac Investissement Part E

Actif net 1 553 519,32 €
 Nombre de parts 15 026,06
 Valeur de la part 103,38 €

Progression au cours du trimestre

Fonds -2,1%
 Indicateur +1,1%

Progression depuis la création (01/07/06)

Fonds +3,4%
 Indicateur +5,5%

Le Fonds aura eu un comportement décevant ce trimestre (-1,9%), en retrait par rapport à la modeste avance de son indicateur de performance (+1,1%). Il s'explique principalement par le coût des opérations de couverture mises en place pour répondre aux incertitudes de marché générées par l'aggravation de la crise immobilière américaine. Impératif de performance absolue oblige.

Analyse économique

Comme les marchés, l'aggravation de la crise immobilière américaine nous a surpris. Dans notre rapport de gestion précédent, nous écrivions, au vu du redémarrage convainquant de l'activité Outre-Atlantique au quatrième trimestre : « *la détérioration du marché immobilier a bien été compensée par la vitalité du marché du travail et le net rebond du pouvoir d'achat* ». Nous aurions dû avoir présent à l'esprit que les excès d'une bulle spéculative ne se purgent pas en 6 mois... La sensible dégradation du marché hypothécaire – au moins pour les emprunteurs de moindre rang – suscite deux risques majeurs : un renforcement de la pression baissière sur la valeur de l'immobilier résidentiel et par contagion, un effet dépressif sur l'activité dans son ensemble ; un risque systémique, plus ponctuel, dans la mesure où les détenteurs finaux de ces créances hypothécaires ne sont plus majoritairement les banques, mais des investisseurs institutionnels, également détenteurs de portefeuilles obligataires et actions.

Or, compte tenu de notre lecture des tendances inflationnistes sous-jacentes aux Etats-Unis (cf. rapport de gestion de **Carmignac Patrimoine**), la sensible révision à la baisse de l'activité (de 2,9% à 2,2%) n'est pas réconfortante pour les perspectives des actions américaines. En effet, elle permet plus difficilement aux entreprises d'absorber par les gains de productivité la dérive de leurs coûts salariaux, alors que leurs marges, sont soumises à une concurrence internationale

trop vive pour leur permettre une répercussion intégrale de leurs hausses de coûts sur leurs prix de vente. Ainsi, la progression des bénéficiaires des entreprises composant l'indice Standard & Poor's 500, n'est plus estimée qu'à 4% pour le premier trimestre, soit le premier faux pas après 13 trimestres consécutifs de croissance au-delà de 10%. Enfin, les anticipations inflationnistes privent la FED de l'option de baisser ses taux directeurs en soutien de la conjoncture.

Cependant, le rééquilibrage de la croissance mondiale est en marche et l'impact de la décélération américaine – pour peu qu'elle ne dégénère en récession – semble devoir être limité sur l'activité globale. D'après les dernières prévisions du Fonds Monétaire, dont nous faisons état dans le rapport de **Carmignac Patrimoine**, le manque à gagner américain serait **intégralement** compensé par la légère révision à la hausse dans la zone euro et, surtout par des révisions favorables dans l'univers émergent. Si ces prévisions se réalisaient, **le ralentissement américain apparaîtrait bénéfique**. Il permettrait en effet de réduire les tensions sur les prix des matières premières et des taux d'intérêt générées par le dynamisme des économies émergentes, et favoriserait ainsi la résilience de l'activité globale. Comme les temps changent...

Le creusement d'un différentiel de croissance défavorable aux Etats-Unis devrait avoir une conséquence majeure : l'accélération de la dépréciation du billet vert. A cet égard, les sociétés européennes apparaissent plus vulnérables que celles de l'univers émergent. Leurs marges sont plus exposées et elles ne disposent pas le plus souvent d'un marché intérieur à fort potentiel. En outre, les banques centrales émergentes, soucieuses d'éviter une appréciation de leur devise face à un dollar affaibli, sont traditionnellement réceptives à la mise en place de politiques monétaires accommodantes... ce qui n'est pas sans incidence favorable sur la valorisation de leurs marchés financiers.

Dans ces conditions, la pertinence d'un portefeuille fortement indexé aux thèmes sensibles au rééquilibrage de la croissance mondiale se trouve renforcée. Cette allocation d'actifs nous semble d'autant plus justifiée que la myopie des investisseurs, focalisés sur les perspectives de croissance de l'économie américaine, donne lieu à des opportunités attrayantes. Ainsi, le multiple bénéficiaire moyen de nos sociétés de ressources naturelles (en dehors des mines d'or) est-il inférieur à 10 fois, alors qu'il n'est que de 10,4 fois pour le Brésil et de 11,2 fois pour la Corée. Pour mémoire, les multiples des principaux indices américains et européens sont respectivement de 15,6 et de 14,6 fois.

Stratégie d'investissement

Le renforcement de nos convictions et ces disparités de valorisation ne nous ont pas incité à procéder à des réaménagements majeurs en termes d'allocation d'actifs. Cette stabilité masque cependant nombre de modifications dans nos choix de titres. Nous avons ainsi procédé au cours de ce trimestre aux ajustements suivants :

La couverture contre la baisse du dollar a naturellement été maintenue à 100%, alors que ce risque s'accroît pour les raisons évoquées précédemment.

Les ressources naturelles conservent leur prééminence avec près de 41% des encours du portefeuille. Parce que la défiance, même un peu éteinte, des investisseurs à l'égard de l'idée d'une croissance mondiale se prolongeant malgré le ralentissement américain en fait une thématique de croissance particulièrement sous-valorisée et aussi parce que les producteurs de matières premières comptent parmi les rares secteurs à pouvoir augmenter leurs prix de vente, ce poste important doit être considéré comme défensif dans le contexte

actuel, même si sa volatilité est supérieure à celle des actions dans leur ensemble.

Le poids du secteur énergétique a été maintenu à 23%.

L'importante pondération en titres du secteur des **services pétroliers** a eu un comportement satisfaisant malgré le ralentissement américain. La sous-valorisation patente du secteur commence à être reconnue. Au vu de la confirmation de ses perspectives d'une croissance durablement élevée, notre ligne en **Schlumberger** a été renforcée avec le produit de la vente des titres **Global Santa Fe** qui ont atteint nos objectifs de valorisation. De même, la ligne **Archer Daniels**, bien positionnée dans la filière éthanol, a été renforcée alors que notre position en **Gazprom** a été réalisée avec une plus-value de **300%**.

Avec un peu plus de 6% du portefeuille, la pondération des métaux de base a peu varié.

Après un magnifique parcours, **Xstrata** a été arbitrée pour **Vale do Rio Doce**, producteur brésilien de minerai de fer, leader mondial, qui dispose dorénavant de 50% de la capacité d'expansion mondiale en nickel. **BHP Billiton** a été également renforcée. Outre ses activités bien connues dans le pétrole et les métaux de base, c'est sa présence discrète dans l'uranium qui motive nos achats.

Les mines d'or pèsent désormais un peu moins de 10% du portefeuille.

Même si elles se sont mieux tenues que les indices aurifères grâce à leur profil de production dynamique, nos mines ont eu dans l'ensemble un comportement décevant. Les craintes inflationnistes ne les ont pas du tout aidées alors que le métal jaune en profitait pourtant. Nous voyons dans ce poste un beau réservoir de valeur pour les mois à venir tandis que le dollar semble engagé dans un important mouvement de baisse. La ligne **American Barrick** a été cédée au vu de la hausse de ses coûts de production.

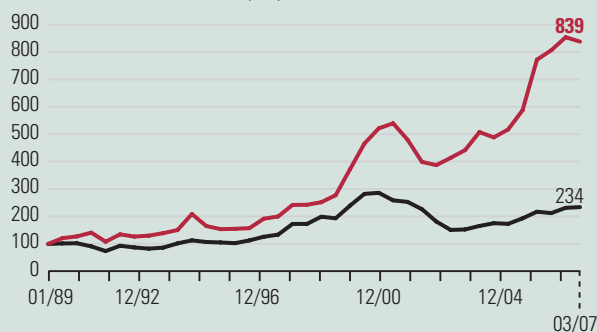
Performances cumulées (%)	Depuis le 29/12/2006	3 mois	6 mois	1 an	3 ans	5 ans	10 ans	Depuis sa création le 27/01/1989
Carmignac Investissement Part A	-1,87	-1,87	8,02	2,17	55,12	110,84	304,89	738,86
Carmignac Investissement Part E	-2,06	-2,06	7,60					
MSCI All Countries World Index Free (Eur)	1,09	1,09	5,65	3,44	33,98	1,76	59,54	134,43
Moyenne de la catégorie*	2,67	2,67	8,73	6,22	39,17	11,32	67,84	184,18
Classement (quartile)	4	4	1	3	1	1	1	1

* Actions internationales – général.

Évolution du Fonds depuis sa création

■ Carmignac Investissement Part A (Eur)

■ MSCI AC World Index Free (Eur)



Statistiques (%)

	1 an (52 s.)	3 ans (36 m.)
Volatilité du Fonds	18,53	15,28
Volatilité de l'indicateur	12,68	8,77
Ratio de sharpe	-0,07	0,73
Bêta	1,14	1,16
Alpha	-0,03	0,26

Il est rappelé que les performances passées ne préjugent pas des performances futures et qu'elles ne sont pas constantes dans le temps.

L'accroissement du niveau de vie dans les pays émergents reste, avec plus de 27%, un thème moteur de notre gestion.

Dans le contexte économique décrit dans ce rapport, la vigueur de la demande domestique dans les pays neufs ne devrait pas connaître de gros à-coups. Devenus créditeurs du reste du monde, les pays émergents n'ont plus de raison de souffrir comme par le passé d'une possible restriction de liquidités dans les pays développés. Concentrer en outre les investissements sur des secteurs profitant de la vigueur de la demande intérieure de ces pays, affranchit davantage le portefeuille contre le risque d'un ralentissement américain qui s'aggraverait. Ce poste n'a connu que peu de changements. Les titres bancaires thaïlandais ont été allégés par manque de visibilité politique, la ligne **Samsung Electronics** a été cédée du fait de déceptions récurrentes sur le prix des mémoires flash et des DRAM. A Hong-Kong, nous construisons notre position dans **Rexcapital**, société de loterie prometteuse qui bénéficie du goût des Chinois pour le jeu. Nous avons également commencé à accumuler **Nine Dragons Paper**, leader chinois du carton d'emballage, dont les ventes accompagnent la vive croissance de l'industrie de l'Empire du Milieu. En revanche, nous avons réalisé notre ligne en **LVMH**, malgré l'attrait de son positionnement asiatique, compte tenu de sa vulnérabilité au risque de change.

Le thème des sociétés en restructuration (12,5% des encours) a été délesté de la ligne **BMW**, trop sensible, elle

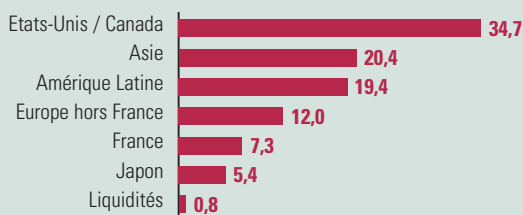
aussi, au risque dollar. Inversement, nous avons renforcé notre ligne **Beiersdorf** et constitué une ligne d'actions **Safran** dont le recentrage sur l'aéronautique sera créateur de valeur. Les compagnies aériennes américaines (5,1% du Fonds) ont eu un comportement négatif sur le trimestre du fait de la nette remontée des cours du pétrole et d'une accalmie momentanée sur le front des spéculations de rapprochements, qui ne sont selon nous que différées.

Hors thèmes spécifiques, les mouvements ont surtout concerné le Japon. Nous y avons cédé l'intégralité de notre position en **Mitsubishi Estate** qui a pleinement profité du redressement du marché immobilier nippon. Dans les services financiers, nous avons, lors d'un repli sensible, renforcé notre position en **Sparx**, le gestionnaire d'actifs. Enfin, nous avons accru notre participation dans **Ibiden**, spécialiste de la fabrication des filtres à particules pour les moteurs Diesel. En Europe, **Société Générale** est sortie du portefeuille après un beau parcours.

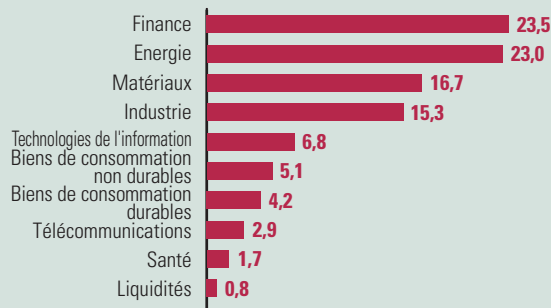
Parmi les titres trop rares qui nous ont valu des satisfactions ce trimestre, citons :

Valeurs	Performance
Banorte , banque, Mexique :	+24%
BHP Billiton , minière diversifiée, Australie :	+22%
Freeport Mc Moran , cuivre, Indonésie :	+19%
Smith International , services pétroliers, Etats-Unis	+17%
Kinross Gold , or, Canada :	+16%

Répartition par pays (%)



Répartition sectorielle (%)



Portefeuille Carmignac Investissement au 30/03/07

		Cours en devises	Valeur totale (€)	% actif net	
LIQUIDITES					
	LIQUIDITES		13 236 047,60	0,79	
ACTIONS PAYS DEVELOPPES					
Etats-Unis					
1 211 000	ALNYLAM PHARMA INC	Produits pharmaceutiques et biotechnologiques	18,00	16 375 314,58	0,97
765 000	ARCHER DANIELS MIDLAND	Produits alimentaires	36,70	21 091 161,78	1,25
1 814 230	CONTINENTAL AIRLINES CL B	Transports	36,39	49 596 085,87	2,95
1 314 000	CORNING INC	Matériel & équipement informatique	22,74	22 447 027,01	1,33
308 420	GLOBAL SANTAFE CORPORATION	Energie	61,68	14 290 910,57	0,85
692 687	NOBLE	Energie	78,68	40 942 503,22	2,43
955 000	PRIDE INTERNATIONAL	Energie	30,10	21 594 485,97	1,28
824 000	SCHLUMBERGER	Energie	69,10	42 773 842,17	2,54
2 318 390	SMITH INTERNATIONAL	Energie	48,05	83 686 015,48	4,98
2 045 710	TRANSOCEAN	Energie	81,70	125 556 478,98	7,47
1 069 137	US AIRWAYS GROUP INC	Transports	45,48	36 528 077,80	2,17

Portefeuille Carmignac Investissement au 30/03/07 (suite)				Cours en devises	Valeur totale (€)	% actif net
Canada					109 764 983,87	6,53
777 033	CANADIAN OIL SANDS TRUST	Energie	28,26	14 318 565,85	0,85	
3 314 567	GOLDCORP INC	Matériaux	24,02	59 809 863,16	3,56	
3 440 000	KINROSS GOLD CORP	Matériaux	13,79	35 636 554,86	2,12	
Japon					90 327 251,67	5,37
800 000	IBIDEN	Matériel & équipement informatique	6 110,00	31 117 109,32	1,85	
4 521	KENEDIX	Immobilier	602 000,00	17 326 029,39	1,03	
4 267 300	NTN	Biens d'équipement	1 020,00	27 709 034,66	1,65	
25 594	SPARX ASSET MANAGEMENT	Services financiers diversifiés	87 000,00	14 175 078,30	0,84	
Europe					273 973 375,14	16,29
1 092 500	AIR FRANCE-KLM (France)	Transports	34,15	37 308 875,00	2,22	
2 382 721	ANGLO IRISH BANK COR (Irlande)	Banques	16,00	38 123 536,00	2,27	
207 675	ASKAIR TECHNOLOGIES (Suisse)	Produits pharmaceutiques et biotechnologiques	25,00	3 196 180,13	0,19	
1 034 861	AXA (France)	Assurance	31,74	32 846 488,14	1,95	
90 000	BANK AUSTRIA CREDITANSTALT (Autriche)	Banques	138,61	12 474 900,00	0,74	
672 000	BEIERSDORF NOM. (Allemagne)	Produits domestiques et de soins personnels	51,05	34 305 600,00	2,04	
825 000	NATIONAL BANK OF GREECE (Grèce)	Banques	39,70	32 752 500,00	1,95	
766 518	RECKITT BENCKISER (Royaume-Uni)	Produits domestiques et de soins personnels	26,46	29 848 515,50	1,77	
839 299	SAFRAN (France)	Biens d'équipement	18,27	15 333 992,73	0,91	
397 588	SCHNEIDER ELECTRIC (France)	Biens d'équipement	95,03	37 782 787,64	2,25	
Australie					50 911 350,83	3,03
3 053 333	BHP BILLITON PLC	Matériaux	11,33	50 911 350,83	3,03	
ACTIONS PAYS EMERGENTS					668 715 675,68	39,76
Asie					342 595 062,04	20,37
14 435 000	BANK OF AYUDHYA NVDR (Thaïlande)	Banques	21,40	6 631 182,61	0,39	
94 300 000	BANK OF CHINA LTD (Chine)	Banques	3,89	35 279 289,85	2,10	
5 790 692	CATCHER (Taiwan)	Matériel & équipement informatique	260,00	34 192 702,61	2,03	
88 476 250	CHINA CONSTRUCTION BANK (Chine)	Banques	4,47	38 035 818,88	2,26	
1 210 972	FREEPORT MCMORAN COP. & GOLD (Indonésie)	Matériaux	66,19	60 214 278,39	3,58	
11 632 000	HANG LUNG PROPERTIES (Hong Kong)	Immobilier	21,85	24 443 555,37	1,45	
3 045 667	ICICI BANK (Inde)	Banques	19,57	25 658 674,12	1,53	
782 768	INFOSYS (Inde)	Logiciels et services	46,17	27 150 344,69	1,61	
856 437	LOTTE SHOPPING (Corée du Sud)	Distribution	17,43	15 108 612,97	0,90	
3 138 258	MATRIX LABORATORIES (Inde)	Produits pharmaceutiques et biotechnologiques	4,03	9 489 154,83	0,56	
2 880 000	NINE DRAGONS PAPER HLDG (Hong Kong)	Matériaux	16,30	4 514 801,21	0,27	
71 595 000	REXCAPITAL FINANCIAL HOLDINGS (Hong Kong)	Services financiers diversifiés	0,75	5 164 193,39	0,31	
94 558	SHINSEGAE CO LTD (Corée du Sud)	Distribution	540 000,00	40 787 222,57	2,43	
1 009 454	WOORI INVESTMENT & SECURITIES (Corée du Sud)	Services financiers diversifiés	19 750,00	15 925 230,55	0,95	
Amérique Latine					326 120 613,64	19,39
1 365 280	AMERICA MOVIL ADR (Mexique)	Télécommunications	47,79	49 015 310,97	2,91	
1 335 850	BANCO ITAU HOLD.PF (Brésil)	Banques	72,24	35 482 517,92	2,11	
6 509 620	BANORTE (Mexique)	Banques	52,30	23 215 509,55	1,38	
5 376 468	CYRELA BRAZIL REALTY (Brésil)	Immobilier	19,13	37 817 344,87	2,25	
1 716 868	EMBRAER (Brésil)	Biens d'équipement	23,40	40 174 923,93	2,39	
4 392 732	EMPRESAS ICA (Mexique)	Biens d'équipement	42,64	12 772 408,44	0,76	
1 367 720	GLOBEX (Brésil)	Distribution	28,00	14 081 023,64	0,84	
585 900	PETROLEO BRASILEIRO ADR (Brésil)	Energie	99,51	43 798 902,45	2,60	
793 000	VALE DO RIO DOCE ADR (Brésil)	Matériaux	36,99	22 035 886,26	1,31	
4 424 200	YAMANA GOLD (Brésil)	Matériaux	14,36	47 726 786,61	2,84	
VALEUR DU PORTEFEUILLE					1 668 574 540,62	99,21
ACTIF NET					1 681 810 588,22	100,00