W. Zhang-Goldberg

Carmignac Emergents est un fonds actions internationales investi dans des pays émergents, en Asie, en Amérique latine, en Europe de l'Est, au Moyen-Orient et en Afrique. Il est orienté vers la recherche des meilleures opportunités de croissance à travers une sélection de valeurs situées dans des pays neufs à fort potentiel de développement.

GESTION ACTIONS SPÉCIALISÉE

CARMIGNAC

Emergents

Rapport de Gestion au 28 septembre 2007

Actif net	1 747 791 599,94 €	**Progression au cours du trimestre**		**Progression sur 1 an**	
Nombre de parts	2 250 242,43	Fonds	+7,9%	Fonds	+40,9%
Valeur de la part	776,71 €	Indicateur	+8,2%	Indicateur	+38,3%

Au cours de ce troisième trimestre, le Fonds s'est apprécié de 7,9% contre une progression de 8,2% de son indice de référence. Face à la grande volatilité des marchés globaux sur arrière-plan de crise financière depuis fin juillet, la résilience des marchés émergents s'est confirmée. Ils ont en effet surperformé les marchés développés malgré la sévérité de la crise.

La crise de cet été n'est pas sans rappeler celle de 1998, par la violence des mouvements enregistrés sur les bourses mondiales et par les interventions marquées des banques centrales. Ce contexte entraîne de multiples questions de la part des investisseurs, auxquelles il convient d'apporter des éléments de réponse.

La crise de cet été est-elle une répétition de la crise de 1998 ?

Certains tentent d'établir un parallèle entre la crise de 1998 et celle de 2007. Pourtant, même si elles partagent des similitudes dans leur déroulement, elles sont de nature bien différente. En 1998, c'est une détérioration des fondamentaux dans les pays émergents qui a déclenché une crise. Elle s'est ensuite répercutée à d'autres classes d'actifs, entraînant une crise financière généralisée à laquelle les banques centrales ont dû répondre au niveau mondial. A cette époque, les Etats-Unis bénéficiaient d'une croissance enviable dopée par une révolution technologique et des gains de productivité remarquables. Affectée tardivement, l'Amérique a rebondi rapidement, sous la stimulation de la baisse des taux de la FED, ce qui nous a valu le beau marché haussier de la période 1999 / 2000. Aujourd'hui, au contraire, ce sont les faiblesses de l'économie américaine qui ont semé le trouble dans les marchés financiers, conduisant les banquiers centraux à réagir avec promptitude. Et cette fois, ce sont les pays émergents, avec des fondamentaux plus solides, qui ont été touchés tard dans la crise et qui ont rebondi plus vite. Aussi, dans cette épreuve, les bourses émergentes ont surperformé les marchés développés, fait inenvisageable il y a quelques années.

Faut-il remettre en question la thèse du « découplage » des économies émergentes vis-à-vis de l'économie américaine ?

Nous continuons à croire à un rééquilibrage de l'ordre économique mondial en faveur des pays émergents. En réalisant une croissance économique supérieure, en intensifiant les échanges intra-émergents et en conservant des fondamentaux solides (excédents budgétaires, excédents des échanges extérieurs, inflation maîtrisée…), la plupart des économies émergentes se sont *de facto* émancipées par rapport à l'économie américaine.

En outre, le poids grandissant des économies émergentes dans l'économie mondiale favorise un modèle de croissance plus endogène. Les pays émergents génèrent en effet plus de 50% de la croissance du PIB mondial selon les calculs du FMI (contre 15% pour les Etats-Unis). Or c'est leur forte demande domestique qui constitue clairement le moteur de cette croissance. De plus, la récente appréciation des devises émergentes encourage les producteurs à réorienter leur production vers le marché domestique. Ainsi, il convient de noter que la Chine, l'Inde et le Brésil représentent l'équivalent de 60% du marché automobile américain, avec une progression de 26% par an alors que les ventes stagnent aux Etats-Unis. Quant aux matières premières, les six plus gros pays émergents consomment 40% de la production mondiale de cuivre et 22% de celle du brut, contre respectivement 12% et 24% pour les Etats-Unis. Et cette demande grandissante bénéficie en premier lieu aux pays émergents eux-mêmes, gros réservoirs de ressources naturelles.

Enfin, ces bons fondamentaux protègent la zone émergente. Le compte courant de l'ensemble de la zone montre un surplus stable équivalent à 5% du PIB. Les grands pays comme le Brésil, L'Inde, la Russie et le Mexique sont tous passés ces dernières années d'une situation de débiteurs extérieurs à celle de créditeurs. Le bilan des entreprises s'est amélioré de concert avec les finances publiques. Le niveau d'endettement des entreprises émergentes (hors financières) est deux fois plus faible que celui des entreprises développées, et au plus bas depuis 1998.

Des perspectives à long terme solides, mais prudence à court terme.

La Réserve Fédérale américaine a réagi avec force et promptitude pour tenter de limiter l'impact de la crise des crédits « subprime » sur l'économie réelle. Si nous craignons une volatilité encore élevée à court terme, nous restons convaincus du potentiel des marchés émergents à longue échéance. Selon Merrill Lynch, les marchés émergents traitent malgré leur hausse récente, sur un multiple bénéficiaire de 13,5 fois en 2008, pour une croissance bénéficiaire de 15%. Depuis l'année dernière, nous évitons les secteurs (technologie, exportateurs automobiles) ou pays (Taiwan, Mexique) trop liés à l'économie américaine. En revanche, nous avons renforcé nos positions sur les matières premières, et étendu nos investissements dans les secteurs domestiques (immobilier, compagnies aériennes, prêt-à porter). Nous conservons également une liquidité légèrement plus importante, équivalente à 6,5% du Fonds, nous permettant de préserver une flexibilité en cas de retour de la volatilité.

Asie

La pondération de la zone asiatique est passée de 58% à 49,7%.

Les efforts du gouvernement chinois pour drainer la liquidité surabondante en dehors du marché intérieur se poursuivent. Après avoir autorisé les investisseurs domestiques à investir en actions cotées à l'étranger à travers des fonds d'investissement spécialisés QDII, les régulateurs leur permettent désormais d'ouvrir un compte de trading en direct avec Bank of China pour acheter des actions à l'étranger, en premier lieu sur la bourse de Hong Kong. Nous croyons donc toujours à la convergence du prix des actions chinoises H cotées à Hong Kong avec celui des A cotées à Shanghai. Or, le différentiel de valorisation est encore marqué (Le ratio PER des actions H est de 22 fois, contre 50 fois pour les actions A). Les positions que nous avions prises en ce sens ont réalisé de belles performances. **Shanghai Electric** et **China Construction Bank** ont progressé de 68% et 30% respectivement sur le trimestre, poussés par l'annonce de leur introduction à Shanghai. **Air China** s'est appréciée de 69% sur le trimestre, dans une logique de rattrapage de son titre A, qui traite toujours avec une prime de 119%. Nous avons pris des bénéfices sur cette valeur, considérant qu'une performance depuis le début de l'année de 163% reflète plus que largement ses fondamentaux... Nous avons soldé notre ligne de **Bank of China** lorsque cette dernière a fait part d'une exposition aux crédits subprime estimée à 9,5 milliards de USD. Nous avons acquis **Ports Design**, qui produit et distribue du prêt-à-porter et accessoires en Chine.

En Corée, nous avons pris des bénéfices sur **Korean Air**, après une progression de 88% cette année, et nous avons renforcé le secteur de la construction avec l'achat de **Hyundai Engineering & Development**, des chantiers navals avec **Hyundai Heavy**, et nous avons accumulé **Hana Tour Services** et **Woori Investment & Securities**, profitant des niveaux intéressants offerts pendant la correction.

En Inde, nous avons acheté **Bharti airtel** et **Reliance communication**.

Amérique Latine

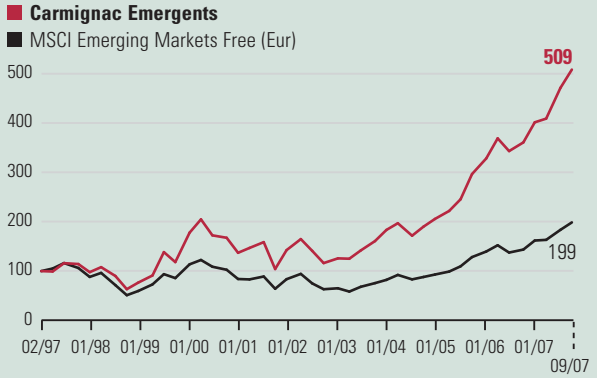
La pondération de cette zone est passée de 28% à 25,7%.

Nous avons réduit notre exposition au Mexique après un voyage sur place. La consommation domestique pâtit du ralentissement économique américain. Les revenus des travailleurs mexicains aux Etats-Unis stagnent au lieu de continuer à afficher une progression historique de 20%, à cause principalement de la crise dans le secteur de la construction, qui emploie beaucoup d'immigrés mexicains. Sur le plan politique toutefois la situation s'améliore. Un programme d'infrastructures considérable se réalise. Il bénéficie en particulier aux sociétés de construction comme **Ica**. En outre, la réforme fiscale a été approuvée, et va générer suffisamment de revenus pour couvrir le déficit fiscal. L'approche pro-active du président Caldéron va être bénéfique à l'économie mexicaine sur le long terme, mais dans l'immédiat nous préférons demeurer à l'écart de valeurs trop liées à la consommation. Nous avons soldé notre position sur la société de construction résidentielle **Geo**, qui fait partie des entreprises pénalisées par la réforme fiscale. Nous avons renforcé les matières premières avec **GrupoMexico**, producteur de cuivre au Mexique et au Pérou.

Performances cumulées (%)	Depuis le 29/12/2006	3 mois	6 mois	1 an	3 ans	5 ans	10 ans	Depuis sa création le 03/02/1997
Carmignac Emergents	26,62	7,86	24,29	40,90	167,55	337,63	345,01	408,68
MSCI Emerging Markets Free (Eur)	22,69	8,20	21,66	38,31	125,70	214,45	86,91	98,73
Moyenne de la catégorie*	23,76	7,17	21,71	40,72	149,18	264,45	135,70	168,07
Classement (quartile)	2	3	2	2	1	1	1	1

** Actions pays émergents – général.*

Évolution du Fonds depuis sa création



Statistiques (%)	**1 an** (52 s.)	**3 ans** (36 m.)
Volatilité du Fonds	22,55	16,72
Volatilité de l'indicateur	17,85	16,24
Ratio de sharpe	1,39	1,79
Bêta	1,22	0,98
Alpha	–0,10	0,52

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

Au Brésil, le marché a bien rebondi dès le lendemain de la correction pour réaliser un nouveau plus haut, grâce notamment à l'envolée des valeurs de matières premières qui comptent pour 40% de l'indice. Nous avons renforcé **CVRD** et **Petrobras**. La banque centrale poursuit ses baisses de taux, ce qui permet aux banques d'afficher des croissances de crédit de 20% à 25%. Les promoteurs immobiliers profitent d'un contexte de crédit favorable, du revenu disponible des ménages qui progresse plus vite que l'inflation, et d'une demande forte pour des logements de tout segment. Nous avons acheté deux promoteurs diversifiés, **Agra** et **Inpar**, ainsi qu'une société d'infrastructure, **TPI**. Nous avons soldé la compagnie aérienne **Tam** après le crash du mois de juillet pour la racheter début septembre, lorsque le titre a atteint un niveau de valorisation excessivement bas par rapport à ses fondamentaux.

Europe de l'Est, Moyen-Orient, Afrique

La pondération de cette zone est passée de 17,5% à 16,7%.

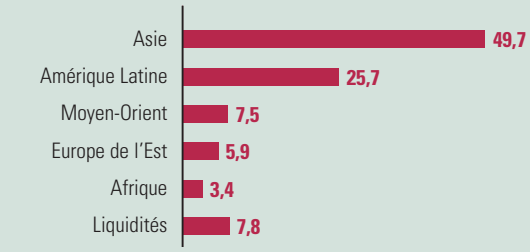
La Turquie paraît pleine de promesses, suite à l'élection du nouveau président, qui réduit l'incertitude politique. La banque centrale a baissé les taux pour la première fois depuis un an à 17,25%, alors que l'inflation, malgré une hausse récente, est au plus bas depuis 37 ans, vers 7,5%. Le FMI signe d'ailleurs un nouveau programme positif pour la Turquie, qui permettra au pays d'améliorer sa productivité, d'investir en infrastructures et d'éliminer le risque de défaut dans le contexte actuel. Nous avons pris des bénéfices sur **Ford Otomotiv**, et sommes revenus sur **Isbank** à un niveau intéressant.

Enfin, une valeur des Emirats Arabes Unis a fait son entrée dans le portefeuille. **Air Arabia** est la seule compagnie « low cost » du Moyen-Orient et profite directement du boom économique de cette région.

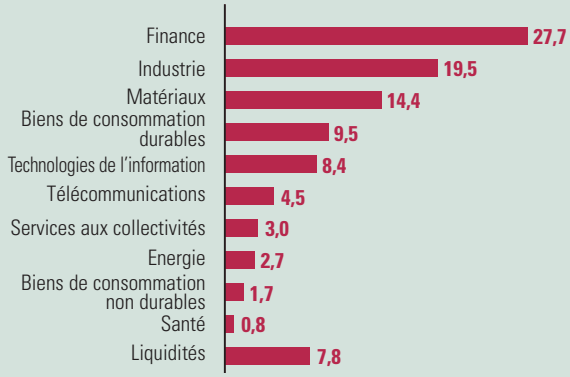
Parmi les principales sources de satisfaction sur le trimestre, notons :

Valeur	Performance
Shanghai Electric, équipements électriques, Chine :	+68%
Beijing Capital Land, immobilier, Chine :	+47%
Vale Do Rio Doce, minerai de fer, Brésil :	+45%
Randgold Ressources, mines d'or, Mali :	+42%
Rexcapital Financial, établissement financier, Chine :	+42%

Répartition par zone géographique (%)



Répartition sectorielle (%)



Portefeuille Carmignac Emergents au 28/09/07

			Cours en devises	Valeur totale (€)	% actif net
LIQUIDITES ET EMPLOIS DE TRESORERIE				**137 170 138,31**	**7,85**
	LIQUIDITES			137 170 138,31	7,85
ACTIONS				**1 610 621 461,63**	**92,15**
Afrique				**58 686 926,00**	**3,36**
1 027 600	IMPALA PLATINUM HOLDINGS LTD (Afrique du Sud)	Matériaux	240,00	25 279 990,16	1,45
9 297 790	MINERAL DEPOSITS (Sénégal)	Matériaux	1,48	8 523 455,72	0,49
723 363	RANDGOLD ADR (Mali)	Matériaux	33,24	16 907 208,18	0,97
859 739	SXR URANIUM ONE INC (Afrique du Sud)	Energie	13,15	7 976 271,94	0,46
Amérique Latine				**449 792 448,44**	**25,73**
2 000 000	AGRA EMPREENDIMENTOS IMOBILIAR (Brésil)	Finance	14,65	11 189 185,06	0,64
13 125 000	AMERICA MOVIL (Mexique)	Télécommunications	34,89	29 545 476,54	1,69
1 000 000	BANCO COMPARTAMOS (Mexique)	Finance	59,17	3 817 616,39	0,22
3 814 170	BANCO ESTADO RIO GRANDE DO SUL (Brésil)	Finance	12,20	17 770 134,42	1,02
6 000 000	BANORTE (Mexique)	Finance	42,92	16 615 051,10	0,95
1 012 800	CSU CARDSYSTEM S A COM NPV (Brésil)	Finance	7,94	3 070 966,17	0,18
1 700 000	CYRELA BRAZIL COMMERCIAL PROPE (Brésil)	Finance	2,33	1 512 640,34	0,09
1 700 000	CYRELA BRAZIL REALTY (Brésil)	Finance	24,80	16 100 206,22	0,92
575 000	EMBRAER (Brésil)	Industrie	43,92	17 757 620,50	1,02
6 408 034	EMPRESAS ICA (Mexique)	Industrie	65,94	27 262 423,99	1,56
866 268	GLOBEX (Brésil)	Biens de consommation durables	42,96	14 211 744,17	0,81
2 000 000	GRUPO MEXICO SA DE CV -B- (Mexique)	Matériaux	78,54	10 134 716,63	0,58
1 700 000	INPAR SA (Brésil)	Finance	19,40	12 594 516,15	0,72
4 121 869	INVEST ITAU (Brésil)	Finance	12,60	19 833 326,74	1,13
1 000 000	LOJAS RENNER ON (Brésil)	Biens de consommation durables	36,60	13 976 934,24	0,80
500 000	LUPATECH (Brésil)	Industrie	46,50	8 878 790,19	0,51
1 289 500	NATURA COSMETICOS (Brésil)	Biens de consommation non durables	22,08	10 873 046,67	0,62
1 000 000	NET SERVICOS DE COMUNICACAO PR (Brésil)	Biens de consommation durables	30,06	11 479 416,48	0,66

Portefeuille Carmignac Emergents au 28/09/07 (suite)

			Cours en devises	Valeur totale (€)	% actif net
600 000	PETROLEO BRASILEIRO ADR (Brésil)	Energie	75,50	31 853 180,04	1,82
1 780 000	ROSSI RESIDENCIAL (Brésil)	Finance	51,50	35 007 255,79	2,00
349 200	SANTOS BRASIL UNIT (Brésil)	Industrie	25,80	3 440 525,47	0,20
1 259 600	TAM S.A ADR (Brésil)	Industrie	27,40	24 268 213,62	1,39
782 700	TOTVS SA (Brésil)	Technologies de l'information	59,30	17 724 780,42	1,01
4 620 000	TPI TRIUNFO PARTICIPACOES (Brésil)	Services aux collectivités	7,60	13 408 691,67	0,77
2 446 000	UNIBANCO UNITS (Brésil)	Finance	24,33	22 726 334,68	1,30
1 600 000	VALE DO RIO DOCE ADR (Brésil)	Matériaux	33,93	38 173 188,48	2,18
2 000 000	YAMANA GOLD (Brésil)	Matériaux	11,78	16 566 466,27	0,95
Asie				**868 856 735,12**	**49,71**
19 450 000	BANK OF AYUDHYA NVDR (Thaïlande)	Finance	27,50	11 878 113,18	0,68
35 010 000	BEIJING CAPITAL LAND S.H (Chine)	Finance	6,98	22 193 646,24	1,27
365 288	BHARAT HEAVY (Inde)	Industrie	51,15	13 138 449,88	0,75
907 500	BHARTI TEL (Inde)	Télécommunications	23,65	15 092 136,91	0,86
8 316 139	CATCHER (Taiwan)	Technologies de l'information	237,50	42 665 107,30	2,44
7 000 000	CATHAY PACIFIC AIRWAYS (Hong Kong)	Industrie	21,25	13 509 463,44	0,77
24 738 000	CHINA COMMUNICATIONS CONSTRUCT (Chine)	Industrie	18,48	41 519 075,82	2,38
46 712 000	CHINA CONSTRUCTION BANK (Chine)	Finance	7,09	30 078 475,68	1,72
10 000 000	CHINA RESOURCES LAND (Chine)	Finance	16,20	14 712 827,41	0,84
15 676 000	CITIC INTL FCIAL HOLDINGS (Hong Kong)	Finance	6,22	8 855 371,09	0,51
700 000	DAEWOO SHIPBLDG MARINE ENGI. (Corée du Sud)	Industrie	57 900,00	31 221 586,76	1,79
1 050 000	DOOSAN INFRACORE (Corée du Sud)	Industrie	35 550,00	28 754 596,09	1,65
430 000	FREEPORT MCMORAN COP. & GOLD (Indonésie)	Matériaux	104,89	31 714 446,44	1,81
16 150 000	FUHWA FINANCIAL HLD (Taiwan)	Finance	20,00	6 977 342,00	0,40
237 600	HANA TOUR SERVICE (Corée du Sud)	Biens de consommation durables	92 000,00	16 838 857,86	0,96
9 304 000	HANG LUNG PROPERTIES (Hong Kong)	Finance	34,80	29 405 601,77	1,68
4 732 924	HON HAI (Taiwan)	Technologies de l'information	246,00	25 150 818,68	1,44
122 000	HYUNDAI ENGINEERING CONST.ORD. (Corée du Sud)	Industrie	87 400,00	8 213 904,15	0,47
43 425	HYUNDAI HEAVY INDUSTRIES (Corée du Sud)	Industrie	423 000,00	14 150 069,14	0,81
2 051 423	ICICI BANK (Inde)	Finance	26,75	25 751 561,36	1,47
30 551 762	IMAGI INTL HLG LTD HKD0.1 (POS (Hong Kong)	Biens de consommation durables	1,68	4 661 510,53	0,27
83 798 700	ITALIAN THAI DEV.PUBLIC NVDR (Thaïlande)	Industrie	7,60	14 143 146,28	0,81
8 000 000	KASIKORNBANK NVDR (Thaïlande)	Finance	81,00	14 390 310,52	0,82
3 400 000	KEPPEL CORP NPV (Singapour)	Industrie	14,40	23 230 214,46	1,33
301 000	KOOKMIN BANK (Corée du Sud)	Finance	76 200,00	17 668 506,25	1,01
575 000	KOREA ELECTRIC POWER (Corée du Sud)	Services aux collectivités	42 900,00	19 002 183,35	1,09
480 000	KOREA EXCHANGE BANK (Corée du Sud)	Finance	14 850,00	5 490 931,91	0,31
14 830 000	LINGBAO GOLD CO LTD (Chine)	Matériaux	7,22	9 724 325,21	0,56
1 028 000	LOTTE SHOPPING (Corée du Sud)	Biens de consommation durables	21,07	18 943 417,14	1,08
1 274 307	MATRIX LABORATORIES (Inde)	Santé	5,82	5 213 175,92	0,30
1 365 000	MEDIATEK (Taiwan)	Technologies de l'information	588,00	17 337 938,81	0,99
800 000	MELCO PBL ENTERTAINMENT MACAU (Hong Kong)	Biens de consommation durables	16,50	9 281 721,34	0,53
16 170 000	NINE DRAGONS PAPER HLDG (Hong Kong)	Matériaux	24,30	35 685 962,87	2,04
8 000 000	NWS HOLDINGS (Hong Kong)	Industrie	18,28	13 281 505,43	0,76
1 200 000	PANACEA BIOTEC (Inde)	Santé	10,07	8 500 369,16	0,49
5 572 500	PORTS DESIGN LTD (Hong Kong)	Biens de consommation durables	26,95	13 639 233,75	0,78
1 520 000	RELIANCE COMMUNICATIONS (Inde)	Télécommunications	14,74	15 750 968,60	0,90
209 275 000	REXCAPITAL FINANCIAL HOLDINGS (Hong Kong)	Biens de consommation durables	1,26	23 947 987,43	1,37
41 000	SAMSUNG ELECTRONICS GDR (Corée du Sud)	Technologies de l'information	313,75	9 045 283,55	0,52
238 000	SAMSUNG SECURITIES (Corée du Sud)	Finance	83 000,00	15 217 153,34	0,87
1 089 602	SEOUL SEMICONDUCTORS (Corée du Sud)	Technologies de l'information	32 900,00	27 614 816,21	1,58
31 200 000	SHANGAI ELECTRONIC (Chine)	Industrie	6,06	17 171 504,34	0,98
1 457 500	SHIN ZU SHING CO LTD (Taiwan)	Technologies de l'information	248,00	7 808 142,54	0,45
40 000	SHINSEGAE CO LTD (Corée du Sud)	Biens de consommation durables	637 000,00	19 628 078,72	1,12
10 540 000	SUNTEC REAL ESTATE (Singapour)	Finance	1,95	9 751 850,45	0,56
942 453	T.K. CORPORATION (Corée du Sud)	Industrie	33 300,00	24 175 880,60	1,38
18 600 000	VODONE LTD (Hong Kong)	Biens de consommation durables	2,31	3 902 168,78	0,22
1 645 330	WOORI INVESTMENT & SECURITIES (Corée du Sud)	Finance	25 900,00	32 826 996,43	1,88
Europe de l'Est				**103 016 414,87**	**5,89**
370 100	MOBILE TELESYSTEMS-SP ADR (Russie)	Télécommunications	69,31	18 037 219,00	1,03
235 000	NORILSK NICKEL (Russie)	Matériaux	272,00	44 946 032,42	2,57
55 383	POLYUS GOLD RUB1 (Russie)	Matériaux	43,50	1 694 027,00	0,10
232 833	TMK OAO GDR REG S (Russie)	Energie	41,30	6 761 595,40	0,39
238 000	UNIFIED ENERGY SYSTEM GDR REG (Russie)	Services aux collectivités	121,00	20 249 622,05	1,16
1 800 000	VTB BANK OJSC GDR (Russie)	Finance	8,95	11 327 919,00	0,65
Moyen-Orient				**130 268 937,20**	**7,45**
66 400 000	AIR ARABIA (Emirats Arabes Unis)	Industrie	0,36	16 808 353,55	0,96
2 164 826	AKCANSA CIMENTO SANAYI VE TICA (Turquie)	Matériaux	9,25	11 657 143,15	0,67
335 323	BIM BIRLESIK MAGAZALAR (Turquie)	Biens de consommation non durables	100,00	19 520 491,33	1,12
4 282 000	HACI OMER SABANCI HOLDING (Turquie)	Finance	7,75	19 318 605,19	1,11
7 000 000	HURRIYET GAZETECILIK MATBAAC. (Turquie)	Biens de consommation durables	3,82	15 566 422,17	0,89
600	LEADCOM INTEGRATED (Israël)	Télécommunications	0,64	551,55	0,00
1	MIGROS TURK TAS (Turquie)	Biens de consommation non durables	21,00	7,33	0,00
3 490 529	TURKIYE HALK BANKA (Turquie)	Finance	9,80	19 913 368,38	1,14
5 000 001	TURKIYE IS BANKASI S.C (Turquie)	Finance	7,30	21 248 111,44	1,22
2 600 000	TURKIYE VAKIFLAR BANKASI T.A.O (Turquie)	Finance	4,12	6 235 883,11	0,36
VALEUR DU PORTEFEUILLE				**1 610 621 461,63**	**92,15**
ACTIF NET				**1 747 791 599,94**	**100,00**