

CARMIGNAC

Commodities

Informe de Gestión a 31 de diciembre de 2011



D. Field

Activo neto global del Fondo	1.161.536.702,85 €	Valor liquidativo de Carmignac Commodities (A)	321,75 €
		Valor liquidativo de Carmignac Commodities (GBP)	76,23 £

A lo largo de un año difícil para el sector de las materias primas, **Carmignac Commodities** pierde un 21,12%, frente al 13,26% que cede su índice de referencia. Tras un mediocre tercer trimestre, el cuarto mejoró gracias al rebote de los sectores más sensibles al ciclo económico, que se produjo por la mejora de los datos macroeconómicos procedentes de Estados Unidos. Las primeras señales de cambio de la política monetaria en China también han permitido que creciera la confianza de los inversores, lo que ha beneficiado principalmente a los sectores más castigados en 2011, como los metales y los servicios petrolíferos. Al final de este último trimestre, el Fondo registra una rentabilidad del 11,86%, frente al 12,11% de su índice.

Sector del oro

A lo largo del año, una de las principales fuentes de la inferior rentabilidad del Fondo se debió a nuestra sobreponderación en las minas de oro, uno de los sectores más castigados a lo largo del 2011. La caída de más del 10% de estas empresas resulta especialmente decepcionante en un año en el que los precios del oro físico han continuado con su tendencia alcista, aunque hayan sufrido al final del periodo el impacto negativo de la subida del dólar. La confluencia de diversos factores ha lastrado a estos valores mineros. El aumento de los gastos de financiación y explotación —especialmente en un contexto de intensificación de los riesgos geopolíticos— ha pesado sobre la capacidad de determinadas empresas para cumplir con sus objetivos de producción y rentabilidad. Este último factor se ha revelado probablemente como uno de los más perjudiciales, puesto que el deterioro de los márgenes ha supuesto una reducción de los múltiplos de valoración. Finalmente, las incertidumbres vinculadas con la ralentización económica han inducido a los inversores a preferir los ETF indexados al oro físico en detrimento de las acciones del sector del oro, consideradas más volátiles en este contexto. En el cuarto trimestre, esta inferior rentabilidad se ha compensado en parte gracias a nuestra selección de valores. Así, **Pretium Resources** ha rebotado tras el anuncio de una mejora importante de la calidad y la cantidad de sus yacimientos. Dado que son escasas las empresas capaces de explotar un mineral de alta calidad en un país políticamente estable como Canadá, confiamos en el potencial alcista de este valor. **Franco Nevada** también se anota una mejor rentabilidad que la del oro y las minas de oro, lo que demuestra las ventajas de su modelo económico defensivo basado en la percepción de cánones.

Hasta el momento, los argumentos a favor de la posesión de acciones del sector del oro frente al oro físico no habían sido nunca tan convincentes. A pesar de que los márgenes no han crecido al ritmo previsto, los grandes grupos mineros del sector tienen la capacidad de generar rentabilidades por flujo de caja superiores al 10%, incluso en el caso de que se estancara la cotización del oro. Así, por primera vez desde hace diez años, los accionistas deberían beneficiarse de sustanciosos rendimientos gracias a la distribución de dividendos o mediante programas de recompra de acciones. Por otro lado, las minas de oro muestran valoraciones bajas, que coinciden con las de las acciones —bastante más cíclicas— de los metales básicos. Después de cotizar a 15 veces el flujo de caja a principios de año, los valores de las grandes empresas del sector del oro se negocian a día de hoy en unas 10 veces aproximadamente. Estos niveles ofrecen importantes perspectivas de revisión. Además, somos optimistas respecto a la evolución de la cotización del oro. El riesgo sistémico vinculado con la crisis de la zona del euro, las compras de oro realizadas por los bancos centrales de los países emergentes y la creación de liquidez ligada a políticas expansivas de los países desarrollados representan factores de apoyo al precio del metal amarillo. Por consiguiente, a principios de 2012 mantenemos nuestra sobreponderación en valores del sector del oro. Nos hemos esforzado por modificar la composición de esta cartera y por diversificar nuestras posiciones defensivas con el objetivo de proteger mejor el Fondo. En primer lugar, hemos aumentado la capitalización bursátil media de los valores presentes en la cartera, favoreciendo a ciertas

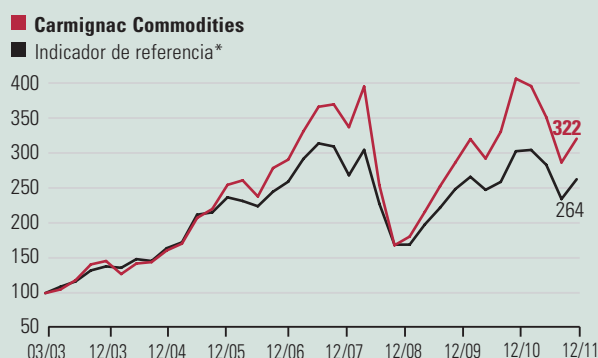
grandes empresas con interesantes valoraciones, como es el caso de **Randgold Resources**. También hemos reforzado nuestras posiciones en empresas que perciben cánones por sus derechos de propiedad sobre minas de oro, especialmente en Franco Nevada. Estas empresas se benefician de un perfil más defensivo, ya que no se ven afectadas por el aumento de los gastos de explotación. Además, Franco Nevada ha demostrado en el pasado su fortaleza en fases difíciles para los mercados, como ocurrió en 2008 cuando el grupo batió a sus competidores.

Energía

En cuanto a la energía, el sector de los servicios petrolíferos da muestras de una buena resistencia frente a su índice, especialmente en el cuarto trimestre, gracias al buen comportamiento de nuestras posiciones **Core Laboratories** y **Oceaneering**. Dado el contexto de ralentización económica, la cartera se ha repositionado de manera más defensiva iniciando posiciones en empresas menos sensibles a la fluctuación de los precios, como las empresas de transporte de hidrocarburos. Estas empresas, como **Enbridge** y **Transcanada**, reciben un canon fijo por cada barril que transita por sus infraestructuras. Por lo tanto, su facturación no está directamente indexada al precio del petróleo. Se trata de un sector de actividad que crece de forma modesta pero constante de año en año con el desarrollo de su red de distribución. Este perfil, junto con una generosa política de distribución de dividendos, han convertido a estas empresas en inversiones atractivas en contextos de mercado agitados.

Asimismo, hemos invertido en diversas empresas petrolíferas que reparten elevados dividendos. **Baytex** y **Crescent Point** se benefician de una amplia cartera de campos aún sin explotar que permitirán a estos grupos generar un crecimiento constante del 5 al 10% a lo largo de los próximos cinco años. Ciertamente no poseen el potencial que encierran las verdaderas empresas de exploración como **Lundin Petroleum** o **Pacific Rubiales**, pero merecen integrar la cartera. Sus elevados dividendos, del orden del 4 al 6%, hacen que tomar posiciones cortas resulte caro, lo que disuade a los fondos de inversión libre de entrar en estas empresas. Sus relativamente estables tasas de crecimiento les permiten tener una mejor resistencia en mercados castigados. A pesar de que, como ocurre con otros valores del sector, sufrirían si el precio del barril de petróleo descendiera por debajo de los 50 dólares, muestran una volatilidad menos elevada que su sector.

Evolución del Fondo desde su creación



* Índice compuesto por 45% MSCI ACWF Oil and Gas (Eur), 5% MSCI ACWF Energy Equipment (Eur), 40% MSCI ACWF Metal and Mining (Eur), 5% MSCI ACWF Paper and Forest (Eur) y 5% MSCI ACWF Food (Eur), (Dividendos excluidos).

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

Metales básicos

A pesar de que caen a lo largo del año, las empresas del sector de los metales básicos han contribuido considerablemente a la rentabilidad del cuarto trimestre. **Quadra Mining**, una de nuestras diez principales posiciones, ha sido objeto de una oferta de compra al contado por parte del productor de cobre polaco KGHM. Quadra Mining es un productor de cobre adquirido a medios del año pasado sobre la base de una atractiva valoración y un aumento de la confianza en el equipo directivo. En el contexto del sector, esta operación de compra demuestra el atractivo y la escasez de posibilidades de adquisición de nuevas explotaciones de cobre. Este año han tenido lugar diversas operaciones con activos del sector del cobre, como por ejemplo el movimiento de **Barrick Gold** sobre Equinox y, más recientemente, la compra de Anvil por Minmetals y la opción de compra de Codelco sobre la mitad de la cartera de minas de cobre chilenas de Anglo American. Esta situación es sintomática de los cuellos de botella que sufre la producción de cobre. Por otro lado, la compra de Quadra ha tenido repercusiones positivas en todas las empresas de mediana capitalización del sector, lo que ha contribuido a la rentabilidad de nuestras principales sobreponderaciones, tales como **First Quantum**, que se ha revalorizado más del 50% a lo largo del trimestre. Esta empresa posee, a nuestro parecer, activos de calidad y un perfil de crecimiento que la convierten en un objetivo ideal para una futura operación de fusión-adquisición.

Perspectivas para 2012

A pesar de que prevemos cierta volatilidad a corto plazo, seguimos convencidos de la conveniencia para los inversores de permanecer expuestos al sector de las materias primas. La demanda subyacente sigue siendo robusta en los

países emergentes. Aunque el crecimiento chino podría sufrir una ralentización conforme se acerca el próximo plan quinquenal, el efecto de base no se debe subestimar y los niveles absolutos de consumo siguen creciendo año tras año. Además, y más importante aún en nuestra opinión, el movimiento alcista de los mercados de materias primas sigue supeditado a las limitaciones cada día más importantes que dificultan el aumento de la producción. Esta tendencia a largo plazo no ha hecho más que acentuarse a lo largo del 2011. El mercado del cobre cada vez depende más del descenso en la calidad del mineral, de yacimientos cada vez más profundos, de decisiones políticas y de procedimientos de adecuación medioambiental cada vez más largos. Por último, las empresas de recursos naturales en las que invertimos registran a día de hoy una destacable salud financiera, bastante mejor que la del 2008. Los balances son sólidos y estamos convencidos de que el año que viene rebosará de oportunidades en forma de fusiones y adquisiciones que no debemos perdernos. Seguimos creyendo que las empresas de mediana capitalización que registran un crecimiento superior a la media, un gran potencial de exploración y bajas valoraciones constituyen las mejores oportunidades de este sector y encaramos este año nuevo llenos de entusiasmos.

Entre los mejores resultados anuales, destacamos los siguientes:

Valores	Rentabilidad
Lundin Petroleum , petróleo, Canadá	+102%
Pretium Resources , metales preciosos, Canadá	+96%
Core Laboratories , servicios petrolíferos, Países Bajos	+28%
Randgold Resources , oro, África	+24%
Tahoe Resources , metales preciosos, Estados Unidos	+20%

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 Commodities	-21,12	11,86	-8,73	-21,12	90,74	15,08	-	221,84
Indicador de referencia*	-13,26	12,11	-7,26	-13,26	55,40	7,26	-	163,59
Media de la categoría**	-20,57	8,62	-11,98	-20,57	70,45	22,21	-	146,33
Clasificación (cuartil)	3	1	2	3	2	1	-	2

* Índice compuesto por 45% MSCI ACWF Oil and Gas (Eur), 5% MSCI ACWF Energy Equipment (Eur), 40% MSCI ACWF Metal and Mining (Eur), 5% MSCI ACWF Paper and Forest (Eur) y 5% MSCI ACWF Food (Eur), (Dividendos excluidos).

**RV Sector Recursos Naturales.

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

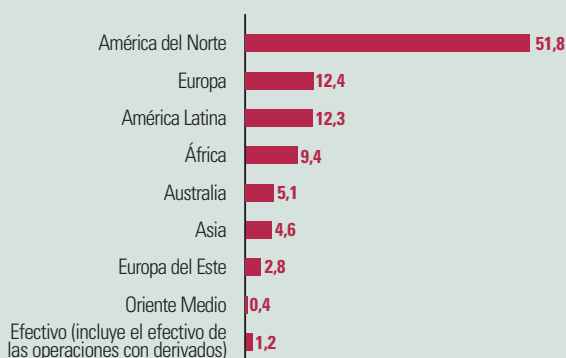
Contribución a la rentabilidad bruta trimestral (%)

Cartera	Derivados de Renta variable y Renta fija	Derivados de Divisas	Total
15,87	-1,95	-1,63	12,29

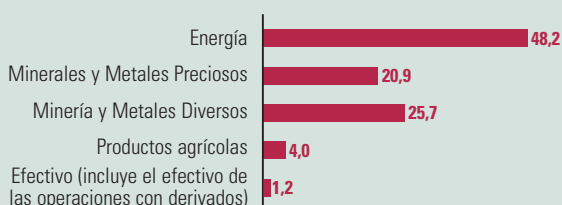
Estadísticas (%)

	1 año	3 años
Volatilidad del Fondo	23,03	22,62
Volatilidad del Indicador	18,46	18,14
Ratio de sharpe	-1,13	0,95
Beta	1,16	1,15
Alfa	-0,53	0,45

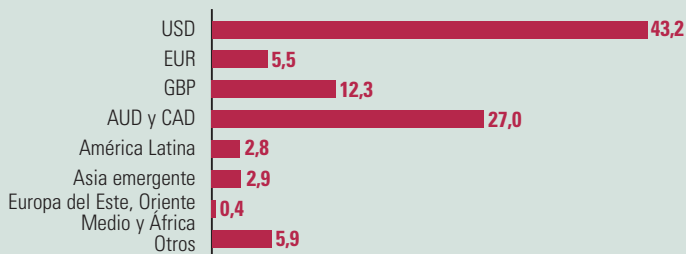
Distribución geográfica (sin derivados) (%)



Distribución sectorial (sin derivados) (%)



Exposición neta por divisa del Fondo (%)



Cartera Carmignac Commodities a 31/12/2011

			Cotización en divisas	Valor total (€)	% patrimonio neto
EFFECTIVO, OPERACIONES DE TESORERÍA Y OPERACIONES SOBRE DERIVADOS				13 738 724,91	1,18
EFFECTIVO (INCLUYE EL EFFECTIVO DE LAS OPERACIONES CON DERIVADOS)				13 738 724,91	1,18
RENTA VARIABLE				1 147 797 977,94	98,82
Energía				560 330 855,81	48,24
4 401 000	AMBIT ENERGY	América del Norte	0,42	1 430 227,53	0,12
522 500	ANADARKO PETROLEUM	América del Norte	76,33	30 722 508,96	2,64
6 280 000	BANKERS PETROLEUM	Europa del Este	4,44	21 094 072,70	1,82
600 000	BAYTEX ENERGY TRUST	América del Norte	56,97	25 934 107,50	2,23
750 000	BIRCHCLIFF ENERGY LTD	América del Norte	13,60	7 716 457,99	0,66
625 500	CAMERON INTERNATIONAL CORP	América del Norte	49,19	23 701 687,02	2,04
12 500 800	CANACOL ENERGY LTD	América Latina	0,77	7 281 927,60	0,63
500 000	CORE LABORATORIES	Europa	113,95	43 889 381,04	3,78
770 000	CRESCENT POINT ENERGY TRUST	América del Norte	44,90	26 255 494,18	2,26
970 000	ENBRIDGE	América del Norte	38,09	27 951 204,75	2,41
325 000	ENSCO PLC	Europa	46,92	11 746 716,48	1,01
2 055 328	GASFRAC ENERGY	América del Norte	6,98	10 853 114,53	0,93
6 250 000	GRAN TIERRA ENERGY	América Latina	4,80	23 109 810,11	1,99
45 000	HRT PARTICIPACOES EM PETROLEO	América Latina	568,00	10 556 094,74	0,91
3 600 000	LUNDIN PETROLEUM	Europa	169,20	68 446 217,38	5,89
8 649 000	MADAGASCAR OIL	África	0,20	2 096 758,65	0,18
450 000	MEG ENERGY	América del Norte	41,57	14 151 757,01	1,22
417 000	NATIONAL OILWELL	América del Norte	67,99	21 840 180,26	1,88
110 000	OCCIDENTAL PETROLEUM CORP	América del Norte	93,70	7 967 045,41	0,69
782 000	OCEANEERING	América del Norte	46,13	27 788 514,42	2,39
1 875 000	PACIFIC RUBIALES ENERGY CORP	América Latina	18,73	26 567 878,35	2,29
3 214 000	QEGP PARTICIPACOES	América Latina	16,50	21 901 418,63	1,89
783 050	TRANSCANADA CORP	América del Norte	44,53	26 565 705,06	2,29
1 400 000	TRANSGLLOBE ENERGY	América del Norte	8,07	8 547 112,00	0,74
1 190 000	TULLOW OIL	Europa	14,02	19 973 422,72	1,72
7 750 000	URANIUM-1 INC	Europa del Este	2,16	12 664 069,30	1,09
500 000	VERMILION ENERGY	América del Norte	45,37	17 215 455,60	1,48
285 000	WALTER ENERGY	América del Norte	60,56	12 362 515,89	1,06
Minería y Metales Diversos				298 666 593,27	25,71
4 300 000	AFRICAN MINERALS	África	4,40	22 650 544,71	1,95
3 500 000	ATACAMA MINERALS	América del Norte	1,15	3 044 974,85	0,26
7 250 000	ATLAS IRON	Australia	2,70	15 459 643,03	1,33
473 250	CLIFF NATURAL RESOURCES	América del Norte	62,35	22 730 144,82	1,96
1 950 000	COPPER MOUNTAIN MINING	América del Norte	5,63	8 305 405,30	0,72
3 531 250	FIRST QUANTUM MINERALS LTD	África	20,05	53 562 478,72	4,61
310 000	FREEPORT MCMORAN COP. & GOLD	Asia	36,79	8 785 502,45	0,76
2 500 000	HUBBAY MINERALS INC	América del Norte	10,14	19 177 667,66	1,65
3 020 000	ILUKA RESOURCES	Australia	15,50	36 968 883,27	3,18
11 000 000	INDOCEMENT TUNGGAL PRAKARSA	Asia	17 050,00	15 933 257,87	1,37
5 950 000	KENMARE RESOURCES PLC	África	0,46	3 276 667,07	0,28
9 200 000	LUNDIN MINING CORP	América del Norte	3,87	26 934 977,49	2,32
1 845 000	QUADRA MINING LTD	América del Norte	15,08	21 048 227,86	1,81
860 000	VALE SA	América Latina	21,45	14 210 222,24	1,22
2 270 000	XSTRATA	América Latina	9,78	26 577 995,93	2,29
Minerales y Metales Preciosos				242 627 247,93	20,89
525 000	AGNICO EAGLE MINES	América del Norte	36,32	14 688 595,31	1,26
13 535 200	AVION GOLD CORP	América del Norte	1,62	16 588 133,30	1,43
3 229 300	CANACO RESOURCES	América del Norte	1,45	3 542 372,43	0,30
750 000	CONTINENTAL GOLD LTD	América del Norte	7,52	2 081 174,11	0,18
340 250	DETOUR GOLD	América del Norte	25,15	6 473 720,54	0,56
950 000	ELDORADO GOLD CORP	Asia	14,02	10 076 029,81	0,87
450 000	EXTORRE GOLD MINES	América del Norte	7,53	2 563 452,74	0,22
1 130 000	FRANCO-NEVADA CORP	América del Norte	38,78	33 151 567,88	2,85
7 380 000	GRYPHON MINERALS	Australia	1,14	6 644 447,95	0,57
1 400 000	HARMONY GOLD MINING CO	África	11,64	12 553 248,85	1,08
430 000	KINROSS GOLD CORP	América del Norte	11,40	3 776 142,97	0,33
250 000	NEWMONT MINING	América del Norte	60,01	11 556 830,87	0,99
4 550 000	PRETIUM RESOURCES	América del Norte	12,51	41 783 485,26	3,60
179 000	RANDGOLD RESOURCES LTD	África	102,10	14 078 419,29	1,21
200 000	ROYAL GOLD INC	América del Norte	67,43	10 388 629,97	0,89
2 700 000	SABINA GOLD AND SILVER CORP	América del Norte	3,84	7 843 552,60	0,68
3 745 000	SEMAFO	América del Norte	6,60	18 741 290,61	1,61
1 000 000	TAHOE RESOURCES	América del Norte	17,68	13 375 193,86	1,15
606 700	TIGRAY RESOURCES	África	1,28	587 491,77	0,05
1 069 500	YAMANA GOLD INC	América Latina	14,69	12 133 467,81	1,04
Productos agrícolas				46 173 280,93	3,98
43 000 000	GOLDEN AGRI-RESOURCES	Asia	0,72	18 265 260,66	1,57
550 000	ISRAEL CHEMICALS LTD	Oriente Medio	39,50	4 376 687,22	0,38
740 000	POTASH CORP	América del Norte	41,28	23 531 333,05	2,03
VALOR DE LA CARTERA				1 147 797 977,94	98,82
PATRIMONIO NETO				1 161 536 702,85	100,00