



Michael Hulme

© Carmignac Portfolio Commodities

Menor riesgo			Mayor riesgo			
Potencialmente menor remuneración			Potencialmente mayor remuneración			
1	2	3	4	5	6*	7

Fondo de renta variable mundial que invierte en empresas energéticas, de recursos y vinculadas al sector industrial. Mediante la combinación de un análisis top-down de fundamentales con un proceso bottom-up, el gestor busca firmas de calidad con interesantes perspectivas de crecimiento a largo plazo y una generación de flujos de caja sostenible en toda la cadena de valor de las materias primas. El Fondo pretende batir a su índice durante 5 años.

Carmignac Portfolio Commodities registró un avance del 6,66 % (en euros) en el cuarto trimestre de 2017, frente a la subida del 7,28 % de su índice de referencia, lo que sitúa su rentabilidad en euros desde principios de año en el +5,51 %, frente al +5,15 % de su índice. Con el fin de situar estos resultados en contexto, cabe destacar que los mercados mundiales (según el índice MSCI AC World, con reinversión de dividendos brutos en euros) se revalorizaron un 4,1 % durante el cuarto trimestre y un 8,9 % desde principios de año. La sólida rentabilidad absoluta registrada durante el pasado trimestre se vio impulsada por un repunte del 16 % del precio en dólares del crudo del mar del Norte (Brent) y por la subida del precio del cobre (11 % en dólares) y demás materias primas.

El notable avance del precio del petróleo registrado durante el cuarto trimestre deriva de la continuación del descenso de las reservas en los países de la OCDE, en particular en EE. UU, del continuo cumplimiento de las cuotas de la OPEP y de la decisión de esta organización de prorrogar su acuerdo sobre la limitación de la producción de petróleo hasta otoño de 2018. Las interrupciones del suministro a más corto plazo, vinculadas sobre todo al cierre durante varias semanas del oleoducto británico Forties, también han contribuido a esta dinámica de los precios. Por último, la producción petrolera de Venezuela continuó su caída, ya que la economía del país sigue sumida en una espiral bajista, y la producción de Libia cedió terreno durante el trimestre, lo que disminuyó la presión sobre la OPEP. En 2018, prevemos una evolución favorable del precio del oro negro.

El componente de metales también mantuvo el buen tono durante el trimestre, aupado por unos indicadores macroeconómicos en China más sólidos de lo previsto, la persistencia del crecimiento sincronizado a escala mundial y el anuncio de la formación de un nuevo Politburó en China. Este último confirmó el compromiso de Pekín de mantener las reformas sobre la oferta de materias primas y de adoptar una política respetuosa con el medio ambiente que priorice las importaciones de materias primas a granel de la máxima calidad. Al mismo tiempo, las valoraciones aún favorables, acompañadas de una interesante rentabilidad de los flujos de caja disponibles, impulsaron los valores mineros y siderúrgicos. Durante el cuarto trimestre, el precio de los metales básicos industriales y féreos se revalorizó un 9 % y un 12 %, respectivamente. El precio del acero se mantuvo en niveles elevados, gracias al mantenimiento de la reducción de las capacidades de producción en China. Sin embargo, los valores auríferos solo registraron una modesta subida del 2 % durante el periodo.

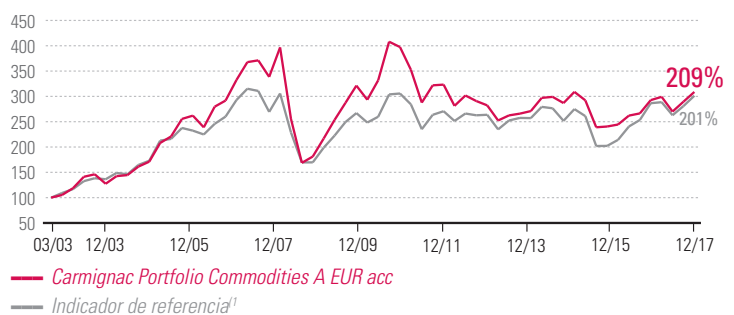
Durante el cuarto trimestre, nuestros títulos obtuvieron buenos resultados en términos absolutos. Entre las fuentes de rentabilidad positiva, cabe destacar al fabricante de placas de silicio **Siltronic** (16 %), que es nuestra principal posición en los sectores vinculados a las materias primas, al productor de aluminio **Alcoa** (16 %), a la empresa de fracturación hidráulica **Propetro** (40 %), al fabricante de bombas de fracturación **Gardner Denver** (23 %) y al productor de metanol **Methanex** (20 %). Del lado de las decepciones,

encontramos a la empresa de exploración petrolera **Oasis Petroleum**, que acusó una caída del 8 %, y a **Tessenderlo**, el fabricante belga de fertilizantes, que cedió un 5 %. Nuestras posiciones vinculadas al oro registraron una rentabilidad negativa, en vista del estancamiento del precio del metal precioso.

A lo largo del trimestre, tomamos nuevas posiciones en **SM Energy**, productor de esquisto, que opera principalmente en la cuenca Pérmica, y en **Carrizo Energy**, otro productor de la misma materia. Liquidamos nuestras posiciones en **Anadarko Petroleum** en vista de la preocupación suscitada por la desconfianza en el potencial de crecimiento de la firma, la falta de transparencia en relación con la remuneración de sus dirigentes y otros problemas relativos a las cuestiones ESG. En el sector de los servicios petroleros, iniciamos posiciones en **Bristow Helicopters**, empresa especializada en el transporte de plataformas petrolíferas terrestres en el desierto, y en **PGS** (Petroleum Geo-Services), firma noruega de prospección sísmica. Por otro lado, participamos en la salida a bolsa de la empresa **Ero Copper**, cuyos títulos mostraron un buen comportamiento. Liquidamos nuestra posición en **Lundin Mining**, al juzgar que ya le hemos sacado el máximo partido.

En términos de perspectivas, prevemos que el precio del petróleo debería seguir beneficiándose de diversos factores de apoyo tras la aceleración de la disminución de la producción fuera de EE. UU. y de la OPEP y debido a la posible reducción de la producción de ciertos países de la organización, como Libia y Venezuela, e incluso Nigeria e Irán. En un contexto de crecimiento mundial que sigue siendo favorable, nuestra previsión es que el equilibrio entre la oferta y la demanda se mantendrá en terreno positivo a lo largo del año, a pesar de

Evolución del Fondo desde su creación



(1) Índice compuesto por 45% MSCI ACWI Oil and Gas NR (Eur), 5% MSCI ACWI Energy Equipment NR (Eur), 40% MSCI ACWI Metal and Mining NR (Eur), 5% MSCI ACWI Paper and Forest NR (Eur) y 5% MSCI ACWI Chemicals NR (Eur). El 01/07/2013 se modificó la composición del indicador de referencia: el índice MSCI ACWI Chemicals NR (Eur) sustituye al índice MSCI AC World Food Products (Eur), y las rentabilidades se presentan según el método del «encadenamiento». Reponderado trimestralmente. Las rentabilidades históricas no garantizan rentabilidades futuras. La rentabilidad es neta de comisiones (excluyendo las eventuales comisiones de entrada aplicadas por el distribuidor).

* La escala de riesgo va desde 1 (riesgo más bajo) a 7 (riesgo más elevado); el riesgo 1 no implica una inversión sin riesgo. La categoría de riesgo asociada a esta IIC no constituye garantía alguna y puede variar a lo largo del tiempo.

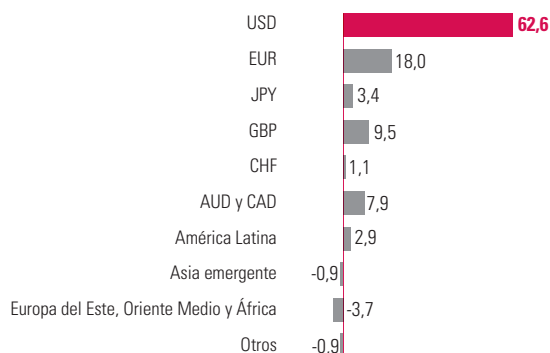
la probable entrada en escena del petróleo de esquisto estadounidense. En cuanto a otros segmentos del sector de las materias primas, mantenemos nuestra visión optimista sobre los valores mineros y siderúrgicos, incluso aunque el crecimiento de China se esté viendo frenado por las reformas sobre la oferta que priorizan las importaciones de materias primas y de productos acabados (acero) de elevada calidad. Por otra parte, continuamos buscando nuevas ideas de inversión en los sectores vinculados a las materias primas, con el objeto de disponer de una cartera que pueda superar con éxito la «prueba del paso del tiempo», a medida que los consumidores adopten el uso de las nuevas tecnologías, como los vehículos eléctricos de batería. Seguimos convencidos de que nuestros títulos auríferos brindan cobertura frente a un posible riesgo sistémico en los mercados mundiales y ante la aparición de riesgos de inflación extremos, una consecuencia subyacente derivada de una década de medidas de estímulo por parte de los bancos centrales.

Fuente de las cifras: Carmignac, Bloomberg, a 31/12/2017

Desglose por zona geográfica (%)

	Posiciones		
	Compra	Venta	Neto
América del Norte	68,2	-5,1	63,0
Europa	34,7	-10,5	24,2
Asia Pacífica	5,9	0,0	5,9
América Latina	2,6	-0,3	2,3
Oriente Medio	0,0	0,0	0,0
Europa del Este	0,0	-0,4	-0,4
África	0,0	-0,5	-0,5
Asia	0,0	-1,0	-1,0
Total	111,3	-17,9	93,4

Exposición neta por divisa para las participaciones en Euro (%)



Value at Risk (%)	Fondo	Indicador de referencia
99% - 20d (2 años)	15,27	16,89

Rentabilidades acumuladas (%)	Desde el								Desde la fecha de primer VL
	30/12/2016	3 meses	6 meses	1 año	3 años	5 años	10 años		
Carmignac Portfolio Commodities A EUR acc	5,51	6,66	14,34	5,51	7,64	6,18	-16,81	208,76	
Indicador de referencia*	5,15	7,28	14,66	5,15	19,69	14,73	-3,01	201,33	
Media de la categoría**	2,42	6,27	13,14	2,42	13,14	-6,22	-24,83	175,53	
Clasificación (cuartil)	2	2	2	2	3	2	2	2	

* Índice compuesto por 45% MSCI ACWI Oil y Gas NR (Eur), 5% MSCI ACWI Energy Equipment NR (Eur), 40% MSCI ACWI Metal and Mining NR (Eur), 5% MSCI ACWI Paper and Forest NR (Eur) y 5% MSCI ACWI Chemicals NR (Eur). El 01/07/2013 se modificó la composición del indicador de referencia: el índice MSCI ACWI Chemicals NR (Eur) sustituye al índice MSCI AC World Food Products (Eur), y las rentabilidades se presentan según el método del «encadenamiento». Reponderado trimestralmente.** RV Sector Recursos Naturales. Las rentabilidades históricas no garantizan rentabilidades futuras. La rentabilidad es neta de comisiones (excluyendo las eventuales comisiones de entrada aplicadas por el distribuidor). La mención a determinados valores o instrumentos financieros se realiza a efectos ilustrativos, para destacar determinados títulos presentes o que han figurado en las carteras de los Fondos de la gama Carmignac. Ésta no busca promover la inversión directa en dichos instrumentos ni constituye un asesoramiento de inversión. La Gestora no está sujeta a la prohibición de efectuar transacciones con estos instrumentos antes de la difusión de la información.

Entre las principales contribuciones a la rentabilidad del año, destacamos:

Valores	Rentabilidad
Siltronic, placas de silicio, Alemania	+176%
Alcoa Corp., aluminio, EE. UU.	+92%
Arizona Mining Inc., minas y metales, Canadá	+42%
Interfor Corp., madera, Canadá	+41%
Darling Ingredients, biodiésel, EE. UU.	+40%

Desglose por sector (%)

	Posiciones		
	Compra	Venta	Neto
Energía	52,3	-11,3	41,0
Materiales Industriales	28,3	-3,2	25,1
Metales Preciosos	11,0	0,0	11,0
Productos Químicos	4,1	0,0	4,1
Productos agrícolas	2,7	0,0	2,7
Otras materias primas conexos	1,2	-1,7	-0,5
Índices regionales	11,7	-1,7	10,0
Total	111,3	-17,9	93,4

Estadísticas (%)

	1 año	3 años
Volatilidad del Fondo	12,73	14,96
Volatilidad del Indicador	12,70	19,02
Ratio de sharpe	0,38	0,19
Beta	0,90	0,71
Alfa	0,01	-0,15

Período de cálculo: semanal (1 año) y mensual (3 años)

Contribución a la rentabilidad bruta trimestral (%)

Cartera de renta variable	Cartera de renta fija	Derivados Renta variable	Divisas Derivados	Total
7,92	0,01	0,01	-0,63	7,31

CARTERA CARMIGNAC PORTFOLIO COMMODITIES A 29/12/2017				Cotización en divisas	Valor total (€)	% patrimonio neto
Efectivo, operaciones de tesorería y operaciones sobre derivados					-10 092 339,29	-1,34
Efectivo (incluye el efectivo de las operaciones con derivados)					-10 092 339,29	-1,34
Renta variable					747 413 824,94	99,16
Energía					390 906 403,81	51,86
3 350 000	AFRICA OIL CORP (Canadá)	América del Norte	9,20	3 134 821,75	0,42	
1 050 000	BRISTOW GROUP (Estados Unidos)	América del Norte	13,47	11 778 397,73	1,56	
730 000	CANADIAN NATURAL RESOURCES LTD (Canadá)	América del Norte	44,92	21 795 679,63	2,89	
450 000	CARRIZO OIL & GAS (Estados Unidos)	América del Norte	21,28	7 974 683,54	1,06	
185 000	CIMAREX ENERGY (Estados Unidos)	América del Norte	122,01	18 797 343,44	2,49	
640 000	CONSOL ENERGY INC (Estados Unidos)	América del Norte	14,63	7 797 468,35	1,03	
300 000	ENBRIDGE (Canadá)	América del Norte	49,16	9 802 592,22	1,30	
220 000	EOG RESOURCES (Estados Unidos)	América del Norte	107,91	19 770 319,79	2,62	
575 000	HALLIBURTON (Estados Unidos)	América del Norte	48,87	23 401 274,15	3,10	
390 000	MARATHON PETROLEUM (Estados Unidos)	América del Norte	65,98	21 429 213,86	2,84	
25 000	NATIONAL OILWELL VARCO (Estados Unidos)	América del Norte	36,02	749 916,72	0,10	
500 000	NOBLE ENERGY INC (Estados Unidos)	América del Norte	29,14	12 133 577,61	1,61	
1 250 000	OASIS PETROLEUM INC (Estados Unidos)	América del Norte	8,41	8 754 580,28	1,16	
350 000	PARSLEY ENERGY INC-CLASS A (Estados Unidos)	América del Norte	29,44	8 580 946,04	1,14	
270 000	PDC ENERGY INC (Estados Unidos)	América del Norte	51,54	11 588 774,15	1,54	
2 000 000	PETROFAC LTD (Reino Unido)	Europa	5,10	11 491 015,60	1,52	
4 000 000	PETROLEUM GEO-SERVICES (Noruega)	Europa	16,65	6 780 868,99	0,90	
194 000	PIONEER NAT. RESOURCES (Estados Unidos)	América del Norte	172,85	27 925 466,36	3,70	
500 000	PROPETRO HOLDING CORP (Estados Unidos)	América del Norte	20,16	8 394 403,73	1,11	
675 000	ROYAL DUTCH SHELL PLC (Países Bajos)	Europa	24,80	18 858 784,43	2,50	
430 000	RPC (Estados Unidos)	América del Norte	25,53	9 142 155,23	1,21	
262 000	SILTRONIC AG (Alemania)	Europa	121,30	31 780 600,00	4,22	
1 150 000	SM ENERGY CO (Estados Unidos)	América del Norte	22,08	21 145 902,73	2,81	
1 100 000	SUNCOR ENERGY (Canadá)	América del Norte	46,15	33 742 107,01	4,48	
340 000	TRANSCANADA CORP (Canadá)	América del Norte	61,18	13 825 988,70	1,83	
850 000	WEIR GROUP PLC (Reino Unido)	Europa	21,23	20 329 521,77	2,70	
Materiales Industriales					213 173 900,39	28,28
340 000	ALCOA CORP (Estados Unidos)	América del Norte	53,87	15 252 998,00	2,02	
530 000	ALLEGHENY TECHNOLOGIES (Estados Unidos)	América del Norte	24,14	10 654 730,18	1,41	
850 000	ARCELORMITTAL (Luxemburgo)	Europa	27,12	23 047 750,00	3,06	
2 300 000	ARIZONA MINING INC (Canadá)	América del Norte	3,46	5 289 464,94	0,70	
2 030 000	BHP BILLITON PLC (Australia)	Asia Pacífica	15,23	34 818 622,20	4,62	
700 000	ERO COPPER CORP (Canadá)	América del Norte	7,58	3 526 753,07	0,47	
670 000	GARDNER DENVER HOLDINGS INC (Estados Unidos)	América del Norte	33,93	18 931 628,91	2,51	
2 100 000	GLENCORE XSTRATA PLC (Reino Unido)	Europa	3,90	9 226 609,59	1,22	
5 500 000	GRUPO MEXICO SA DE CV (México)	América Latina	64,91	15 195 420,16	2,02	
340 000	MUELLER INDUSTRIES INC (Estados Unidos)	América del Norte	35,43	10 031 812,13	1,33	
440 000	NIPPON STEEL CORP (Japón)	Asia Pacífica	2891,00	9 403 704,14	1,25	
180 000	NUCOR CORP (Estados Unidos)	América del Norte	63,58	9 530 646,24	1,26	
450 000	RIO TINTO PLC (Reino Unido)	Europa	39,42	19 984 228,02	2,65	
2 600 000	ROTORK PLC (Reino Unido)	Europa	2,67	7 817 720,95	1,04	
450 000	TECK RESOURCES LTD (Canadá)	América del Norte	26,17	9 807 211,86	1,30	
440 000	THYSSENKRUPP AG (Alemania)	Europa	24,22	10 654 600,00	1,41	

CARTERA CARMIGNAC PORTFOLIO COMMODITIES A 29/12/2017			Cotización en divisas	Valor total (€)	% patrimonio neto
Metales Preciosos				83 046 474,04	11,02
810 000	FIRST QUANTUM MINERALS LTD (Canadá)	América del Norte	17,61	9 480 957,13	1,26
1 850 000	GOLDCORP INC (Canadá)	América del Norte	12,77	19 673 967,36	2,61
1 400 000	HOCHSCHILD MINING PLC (Perú)	América Latina	2,64	4 163 803,30	0,55
2 300 000	KANSAI MINING CORP (Estados Unidos)	América del Norte	0,01	15 287,47	0,00
700 000	NEWMONT MINING (Estados Unidos)	América del Norte	37,52	21 872 085,28	2,90
137 000	ROYAL GOLD INC (Estados Unidos)	América del Norte	82,12	9 369 120,59	1,24
1 000 000	WHEATON PRECIOUS METALS CORP (Canadá)	América del Norte	27,79	18 471 252,91	2,45
Productos agrícolas				20 447 607,93	2,71
515 000	DARLING INGREDIENTS (Estados Unidos)	América del Norte	18,13	7 775 607,93	1,03
902 700	INTERFOR CORP (Canadá)	América del Norte	21,12	12 672 000,00	1,68
Productos Químicos				30 871 250,90	4,10
350 000	METHANEX CORP (Canadá)	América del Norte	60,55	17 648 650,90	2,34
340 000	TESSENDERLO CHEMIE (Bélgica)	Europa	38,89	13 222 600,00	1,75
Otras materias primas conexos				8 968 187,87	1,19
220 000	MASTEC INC (Estados Unidos)	América del Norte	48,95	8 968 187,87	1,19
Deuda corporativa de países desarrollados de tipo fijo				16 457 951,64	2,18
Energía				16 457 951,64	2,18
11 000 000	BRISTOW GROUP 6.25% 02/02/2018 (Estados Unidos)	Energía (callable)	82,38	7 670 060,23	1,02
10 000 000	SM ENERGY CO 6.75% 15/09/2021 (Estados Unidos)	Energía (callable)	103,50	8 787 891,41	1,17
Valor de la cartera				763 871 776,58	101,34
Patrimonio neto				753 779 437,29	100,00

EXPOSICIÓN NETA RENTA VARIABLE CARMIGNAC PORTFOLIO COMMODITIES A 29/12/2017			Exposición (€)	% Exposición
Posiciones derivadas compradoras			91 322 778,00	12,12
	Índices regionales (2 Posiciones)	Europa	88 184 000,00	11,70
	Energía (4 Posiciones)	América del Norte	3 138 778,00	0,42
Posiciones derivadas vendedoras			-134 873 225,00	-17,89
	Energía (12 Posiciones)	Europa	-41 716 393,00	-5,53
	Materiales Industriales (4 Posiciones)	Europa	-9 515 150,00	-1,26
	Otras materias primas conexos (1 Posición)	Europa	-2 547 600,00	-0,34
	Índices regionales (2 Posiciones)	Europa	-12 526 500,00	-1,66
	Energía (8 Posiciones)	América del Norte	-27 579 324,00	-3,66
	Energía (1 Posición)	América Latina	-1 285 393,00	-0,17
	Energía (3 Posiciones)	Europa	-11 004 270,00	-1,46
	Energía (1 Posición)	Europa del Este	-2 938 041,00	-0,39
	Materiales Industriales (1 Posición)	África	-3 315 433,00	-0,44
	Materiales Industriales (1 Posición)	América del Norte	-4 736 842,00	-0,63
	Materiales Industriales (1 Posición)	Asia	-4 531 628,00	-0,60
	Materiales Industriales (2 Posiciones)	Europa	-1 927 166,00	-0,26
	Otras materias primas conexos (2 Posiciones)	América del Norte	-6 403 965,00	-0,85
	Índices regionales (1 Posición)		-4 845 520,00	-0,64
Inversión renta variable			747 413 824,94	99,16
Exposición neta a la renta variable			703 863 377,94	93,38