



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.

En el cuarto trimestre de 2016, **Carmignac Portfolio Commodities** se anota una progresión del 9,86 %, frente al +13,09 % de su índice de referencia. Durante este período, mantuvimos un posicionamiento prudente en la industria minera y de materiales, pues la preocupación por la salud de la economía china a medio plazo se impuso frente a la percepción de una dinámica positiva de los precios de los metales a granel. La victoria de Donald Trump en las elecciones presidenciales de Estados Unidos fue, como es natural, uno de los grandes acontecimientos del trimestre y alimentó las previsiones de reactivación económica en los mercados, lo que se tradujo en la subida de los tipos de la deuda pública de dicho país a diez años y en la preponderancia de la temática de la inversión en infraestructuras. Por su parte, el acuerdo de la OPEP supuso otro acicate para las inversiones asociadas al sector energético. En el conjunto del año, el Fondo se revalorizó un 21,68 %, frente al +41,68 % de su índice de referencia.

El año 2016 estuvo marcado por una violenta rotación sectorial. En el sector minero, al desplome de la cotización de los valores en el primer trimestre le siguió un repunte espectacular que se mantuvo durante el resto del año, consecuencia del plan de estímulos lanzado por China. En el sector energético, tras haber tocado fondo en primavera, el precio del petróleo se recuperó y cerró el año cerca de los 60 dólares. El recorte de la producción anunciada por los países que no pertenecen a la OPEP y la confirmación de la disciplina en el seno de esta organización en el cuarto trimestre mejoraron la confianza, lo que se reflejó, entre otros aspectos, en el aumento del número de pozos perforados y el incremento de la producción de la mayor cuenca de petróleo de esquisto, esto es, la cuenca del Pérmico. Hace poco, incluso los precios del gas protagonizaron un nuevo repunte ante la cercanía de los meses de invierno y los claros indicios de mejora de la demanda mundial de gas.

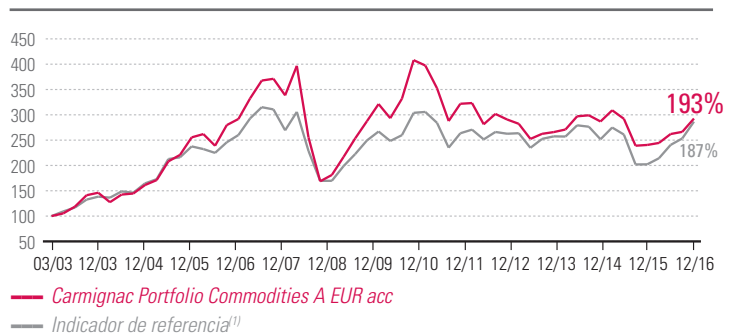
El precio del oro se desplomó en el cuarto trimestre, lo que penalizó seriamente nuestras inversiones en el sector de los metales preciosos, como **Goldcorp** (-12 %) y **Newmont** (-8 %), ambos productores auríferos, y **Silver Wheaton** (-24 %), empresa dedicada a la gestión de cánones mineros sobre la plata. Entre las fuentes de satisfacción, se encuentran nuestras posiciones en productores de petróleo de esquisto, que obtuvieron buenos resultados, en concreto, **Oasis Petroleum** (+40 % durante el trimestre). En los albores del nuevo año, continuamos vaticinando una evolución positiva de los precios del petróleo, pues la imagen de disciplina que proyectan los miembros de la OPEP, la saludable evolución de la demanda mundial (+1,3 % interanual) y el previsible estancamiento de la producción de los países ajenos a esta organización deberían abocar, a nuestro parecer, a una situación de oferta deficitaria en verano y a la normalización de las reservas de aquí al otoño. En este contexto, reforzamos nuestra exposición al sector de los servicios petroleros y, en especial, a las empresas que se benefician de la actividad de fracturación hidráulica terrestre (*onshore*) en Estados Unidos, que experimenta una clara recuperación gracias al repunte de los precios del petróleo. Así, incorporamos a nuestra cartera los

valores **RPC** y **Halliburton**, e iniciamos también una posición en **MasTec**, constructor estadounidense de oleoductos. Además, ampliamos nuestra posición en **Methanex**, líder mundial en la producción y el suministro de metanol, que se beneficia del encarecimiento del petróleo y de la caída del coste de las materias primas en Estados Unidos.

De la misma manera, reforzamos de forma selectiva la exposición a nuestros segmentos predilectos en el sector de los metales, con posiciones en **Boliden** (zinc), **First Quantum** (cobre) y **Grupo México** (cobre), al tiempo que liquidamos nuestras posiciones en **South32** y **Shenhua Coal**, empresas expuestas al carbón. En vista de la caída de los precios de esta materia a principios de 2017, podríamos intentar recuperar algunas posiciones si se agrava esta debilidad. En el sector minero, nos debatimos entre las valoraciones interesantes partiendo de los precios al contado de las materias primas y los fundamentales desfavorables a más largo plazo (consecuencia del exceso de capacidad que se vive en China y del número excesivo de unidades de producción nuevas). De esta manera, primamos aquellas empresas a las que quizá favorezca el fomento del proteccionismo, tales como las acereras **ArcelorMittal** y **Nucor**, así como **Tenaris**, por su exposición al sector petrolero.

En los últimos meses, las temáticas de inversión menos comunes en el sector de las materias primas también han captado nuestra atención. Un ejemplo de ello es nuestro especial interés en la industria primaria del sector de los semiconductores, es decir, en los fabricantes de equipo. Así, apostamos por que los fabricantes de placas de silicio hallarán la capacidad de fijar los precios y experimentarán un movimiento de consolidación, extremo que ha terminado

Evolución del Fondo desde su creación



Desde el 01/01/2013, los indicadores de renta variable se calculan con los dividendos netos reinvertidos. (1) 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). 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.

concretándose, mientras que el restablecimiento de tal capacidad se encuentra en proceso, gracias al repunte de la demanda y a las nuevas posibilidades de crecimiento de los productos que ofrecen, como, por ejemplo, los vehículos eléctricos o la energía solar. Estos argumentos avalan nuestra inversión en **Siltronic**, filial de Wacker Chemie, que el año pasado se anotó una rentabilidad digna de mención y que, a nuestro juicio, continúa infravalorada, habida cuenta de su potencial para generar flujo de caja. Con una evolución del 86 % en el cuarto trimestre de 2016, este valor ha registrado, asimismo, la mejor rentabilidad de nuestra cartera.

Entre las grandes decepciones, nuestra infraponderación en el sector de los productos mineros a granel ha sido el factor que más lastró nuestros resultados en 2016. En 2017, auguramos que la mitigación de los efectos del plan de estímulos de China afectará a los fundamentales del segmento. En el extremo contrario, mantenemos una visión más constructiva del segmento de los metales básicos, tales como el cobre y el zinc, así como de los precios del petróleo. Por ello, en el

comienzo de este año, nuestros activos se concentran mayoritariamente en estos compartimentos.

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

Valores	Rentabilidad
Oasis Petroleum, petróleo y gas de esquisto, Estados Unidos	+105%
Siltronic, industrias vinculadas a las materias primas, Alemania	+95%
BHP Billiton, metales y minerales diversificados, Reino Unido	+72%
Lundin Mining, metales y minerales diversificados, Canadá	+68%
Rio Tinto, metales y minerales diversificados, Reino Unido	+60%

Desglose por zona geográfica (%)

	Posiciones		
	Compra	Venta	Neto
América del Norte	59,5	-2,9	56,6
Europa	39,3	-11,7	27,6
América Latina	3,5	-0,2	3,3
Asia	2,2	-0,5	1,7
Asia Pacífica	0,9	0,0	0,9
Europa del Este	0,0	-0,3	-0,3
Total	105,4	-15,5	89,8

Desglose por sector (%)

	Posiciones		
	Compra	Venta	Neto
Energía	49,3	-8,1	41,2
Materiales Industriales	28,2	-5,4	22,8
Metales Preciosos	10,0	-0,5	9,5
Productos Químicos	9,8	0,0	9,8
Productos agrícolas	5,0	-0,8	4,2
Otras materias primas conexas	3,1	0,0	3,1
Índices regionales	0,1	-0,8	-0,7
Total	105,4	-15,5	89,9

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

USD	44,0
EUR	21,7
JPY	0,1
GBP	16,4
AUD y CAD	19,9
América Latina	8,6
Asia emergente	0,5
Europa del Este, Oriente Medio y África	-14,8
Otros	3,5

Estadísticas (%)

	1 año	3 años
Volatilidad del Fondo	18,78	13,98
Volatilidad del Indicador	25,08	19,25
Ratio de sharpe	1,19	0,27
Beta	0,68	0,67
Alfa	-0,07	0,08

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

Value at Risk (%)

	Fondo	Indicador de referencia
99% - 20d (2 años)	15,08	18,27

Contribución a la rentabilidad bruta trimestral (%)

Cartera de renta variable	Cartera de renta fija	Derivados Renta variable	Divisas Derivados	Total
13,88	0,05	-3,28	-0,25	10,40

Rentabilidades acumuladas (%)

	Desde el 31/12/2015	3 meses	6 meses	1 año	3 años	5 años	10 años	Desde la fecha de primer VL
Carmignac Portfolio Commodities A EUR acc	21,68	9,86	11,67	21,68	10,04	-9,08	4,64	192,64
Indicador de referencia*	41,68	13,09	19,11	41,68	11,29	8,70	16,59	186,57
Media de la categoría**	39,62	9,04	15,92	39,62	4,83	-12,2	-9,79	168,07
Clasificación (cuartil)	4	3	4	4	2	3	2	2

Desde el 01/01/2013, los indicadores de renta variable se calculan con los dividendos netos reinvertidos * 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). 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).

CARTERA CARMIGNAC PORTFOLIO COMMODITIES A 30/12/2016				Cotización en divisas	Valor total (€)	% patrimonio neto
Efectivo, operaciones de tesorería y operaciones sobre derivados					7 424 401,34	1,09
Efectivo (incluye el efectivo de las operaciones con derivados)					7 424 401,34	1,09
Renta variable					675 965 876,63	98,91
Energía					329 852 616,88	48,27
385 000	ANADARKO PETROLEUM (Estados Unidos)	América del Norte	69,73	25 452 524,29	3,72	
3 200 000	CAIRN ENERGY (Reino Unido)	Europa	2,36	8 843 486,41	1,29	
670 000	CANADIAN NATURAL RESOURCES LTD (Canadá)	América del Norte	42,79	20 268 867,76	2,97	
195 000	CARRIZO OIL & GAS (Estados Unidos)	América del Norte	37,35	6 905 190,80	1,01	
240 000	ENBRIDGE (Canadá)	América del Norte	56,50	9 586 765,17	1,40	
1 650 000	ENI SPA (Italia)	Europa	15,47	25 525 500,00	3,74	
90 000	EOG RESOURCES (Estados Unidos)	América del Norte	101,10	8 626 688,79	1,26	
121 882 353	FAR LTD (Australia)	Asia Pacífica	0,08	6 275 694,41	0,92	
3 000 000	GLOBALWAFERS (Taiwán)	Asia	115,00	10 148 984,15	1,49	
330 000	HALLIBURTON (Estados Unidos)	América del Norte	54,09	16 923 157,15	2,48	
265 000	NOBLE ENERGY INC (Estados Unidos)	América del Norte	38,06	9 562 360,75	1,40	
1 075 000	OASIS PETROLEUM INC (Estados Unidos)	América del Norte	15,14	15 430 670,78	2,26	
115 000	PDC ENERGY INC (Estados Unidos)	América del Norte	72,58	7 913 439,20	1,16	
95 000	PIONEER NAT. RESOURCES (Estados Unidos)	América del Norte	180,07	16 218 677,41	2,37	
1 060 000	ROYAL DUTCH SHELL PLC (Países Bajos)	Europa	22,43	27 847 352,39	4,07	
390 000	RPC (Estados Unidos)	América del Norte	19,81	7 324 863,71	1,07	
250 000	SCHLUMBERGER (Estados Unidos)	América del Norte	83,95	19 898 080,11	2,91	
780 000	SILTRONIC AG (Alemania)	Europa	44,03	34 339 500,00	5,02	
700 000	SUNCOR ENERGY (Canadá)	América del Norte	43,90	21 725 759,13	3,18	
540 000	TENARIS SA (Italia)	Europa	16,97	9 163 800,00	1,34	
300 000	TRANSCANADA CORP (Canadá)	América del Norte	60,54	12 840 326,63	1,88	
880 000	WOOD GROUP (Reino Unido)	Europa	8,76	9 030 927,84	1,32	
Materiales Industriales					186 508 127,46	27,29
369 999	ALCOA CORP (Estados Unidos)	América del Norte	28,08	9 850 269,66	1,44	
3 450 000	ARCELORMITTAL (Luxemburgo)	Europa	7,02	24 205 200,00	3,54	
2 000 000	ARIZONA MINING INC (Canadá)	América del Norte	2,45	3 464 244,05	0,51	
1 310 000	BHP BILLITON PLC (Reino Unido)	Europa	13,07	20 050 550,61	2,93	
280 000	BOLIDEN (Suecia)	Europa	237,90	6 951 784,60	1,02	
22 060 000	CEMEX HLDGS PHILIPPINES (Filipinas)	Asia	11,10	4 669 962,86	0,68	
690 000	FIRST QUANTUM MINERALS LTD (Canadá)	América del Norte	13,35	6 512 425,32	0,95	
8 300 000	GRUPO MEXICO SA DE CV (México)	América Latina	56,43	21 554 621,85	3,15	
4 051 200	LUNDIN MINING CORP (Canadá)	América del Norte	6,40	18 330 573,72	2,68	
242 000	MUELLER INDUSTRIES INC (Estados Unidos)	América del Norte	39,96	9 168 352,69	1,34	
126 000	NUCOR CORP (Estados Unidos)	América del Norte	59,52	7 110 234,65	1,04	
825 000	RIO TINTO PLC (Reino Unido)	Europa	31,59	30 526 739,69	4,47	
2 500 000	ROTORK PLC (Reino Unido)	Europa	2,41	7 064 198,69	1,03	
770 000	WEIR GROUP PLC (Reino Unido)	Europa	18,90	17 048 969,07	2,49	
Metales Preciosos					67 974 413,11	9,95
2 800 000	ELDORADO GOLD CORP (Canadá)	América del Norte	3,22	8 547 997,16	1,25	

CARTERA CARMIGNAC PORTFOLIO COMMODITIES A 30/12/2016				Cotización en divisas	Valor total (€)	% patrimonio neto
1 100 000	GOLDCORP INC (Canadá)	América del Norte	13,60	14 183 455,80	2,08	
900 000	HOCHSCHILD MINING PLC (Perú)	América Latina	2,12	2 229 967,20	0,33	
2 300 000	KANSAI MINING CORP (Estados Unidos)	América del Norte	0,01	16 260,74	0,00	
630 000	NEWMONT MINING (Estados Unidos)	América del Norte	34,07	20 349 940,74	2,98	
145 000	ROYAL GOLD INC (Estados Unidos)	América del Norte	63,35	8 708 935,77	1,27	
760 000	SILVER WHEATON CORP (Canadá)	América del Norte	25,94	13 937 855,70	2,04	
Productos agrícolas				17 344 217,76	2,54	
820 000	DARLING INGREDIENTS (Estados Unidos)	América del Norte	12,91	10 036 691,16	1,47	
687 700	INTERFOR CORP (Canadá)	América del Norte	15,03	7 307 526,60	1,07	
Productos Químicos				66 961 068,85	9,80	
328 200	CF INDUSTRIES HOLDINGS (Estados Unidos)	América del Norte	31,48	9 795 435,89	1,43	
620 000	METHANEX CORP (Canadá)	América del Norte	43,80	25 746 385,40	3,77	
425 000	POTASH CORP (Canadá)	América del Norte	24,29	7 298 419,88	1,07	
120 000	PRAXAIR INC (Estados Unidos)	América del Norte	117,19	13 332 827,68	1,95	
310 000	TESSENDERLO CHEMIE (Bélgica)	Europa	34,80	10 788 000,00	1,58	
Otras materias primas conexas				7 325 432,57	1,07	
202 000	MASTEC INC (Estados Unidos)	América del Norte	38,25	7 325 432,57	1,07	
Valor de la cartera				675 965 876,63	98,91	
Patrimonio neto				683 390 277,97	100,00	

EXPOSICIÓN NETA RENTA VARIABLE CARMIGNAC PORTFOLIO COMMODITIES A 30/12/2016				Exposición (€)	% Exposición
Posiciones derivadas compradoras				44 169 097,00	6,46
	Materiales Industriales (1 Posición)	Europa		804 247,00	0,12
	Índices regionales (3 Posiciones)	Europa		31 127 434,00	4,55
	Energía (5 Posiciones)	América del Norte		6 934 458,00	1,01
	Materiales Industriales (2 Posiciones)	Europa		5 302 958,00	0,78
Posiciones derivadas vendedoras				-106 220 130,00	-15,54
	Energía (9 Posiciones)	Europa		-26 403 991,00	-3,86
	Materiales Industriales (3 Posiciones)	Europa		-4 845 688,00	-0,71
	Índices regionales (4 Posiciones)	Europa		-44 044 220,00	-6,44
	Energía (1 Posición)	Europa		-4 903 624,00	-0,72
	Energía (1 Posición)	Europa del Este		-1 915 146,00	-0,28
	Energía (8 Posiciones)	América del Norte		-19 117 648,00	-2,80
	Energía (3 Posiciones)	América Latina		-1 326 733,00	-0,19
	Materiales Industriales (1 Posición)	Asia		-3 091 026,00	-0,45
	Metales Preciosos (3 Posiciones)	América del Norte		-572 054,00	-0,08
Inversión renta variable				675 965 876,63	98,91
Exposición neta a la renta variable				613 914 843,63	89,83