

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



Xavier Hovasse

David Young Park

Carmignac Portfolio Emergents

Fondo de renta variable emergente que combina un análisis top-down de fundamentales con una disciplinada estrategia bottom-up para identificar las mejores oportunidades de su universo: empresas con potencial de crecimiento a largo plazo y buena generación de flujos de caja, en sectores poco frecuentados y en países con fundamentales sólidos. El Fondo pretende batir a su índice durante cinco años y mantener la volatilidad por debajo del nivel de dicho índice.

Carmignac Portfolio Emergents protagonizó un alza del 10,53 % en el primer trimestre de 2017, frente a la subida del 9,90 % de su índice de referencia. Los mercados de renta variable emergentes se beneficiaron de un contexto muy favorable, gracias a una situación tranquilizadora en China, el repunte de las exportaciones de los países de este universo y una recuperación cíclica prácticamente uniforme que se confirma poco a poco.

Sin duda alguna, los fundamentales económicos de los países emergentes prosiguieron su mejora gradual. La recuperación de los indicadores de la actividad manufacturera, así como de las encuestas de opinión, tales como el PMI, siguió su curso en la mayoría de países emergentes. Además, esta mejora se refleja ahora también en las balanzas comerciales de los países emergentes. Así, el alza del valor nominal de las exportaciones de estos países observada previamente se acompaña ahora de un crecimiento de los volúmenes exportados, lo que confirma la recuperación cíclica mundial evocada durante el último trimestre. Asimismo, pudimos confirmar estas tendencias con ocasión de nuestras últimas visitas a China y la India.

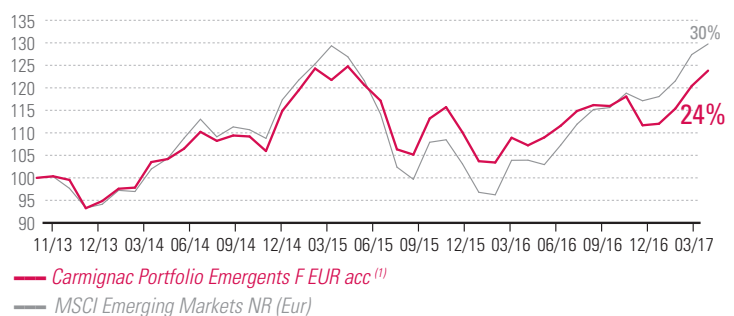
China, una de las principales ponderaciones de Carmignac Portfolio Emergents (23 % de los activos del Fondo), sigue registrando unos sólidos indicadores de actividad económica. Aunque la situación del país no resulta del todo tranquilizadora, nos parece que ya no es motivo de alarma. La hemorragia de las salidas de capitales, que lastró durante muchos meses la balanza de pagos del gigante asiático, parece haberse contenido. El efecto depresor de las medidas restrictivas en el mercado inmobiliario se vio contrarrestado por las medidas expansionistas relacionadas con varios proyectos de infraestructuras. Si bien la actividad económica sigue recibiendo el estímulo de una excesiva creación monetaria (+15 % de crecimiento anual del crédito total ajustado; fuente: Carmignac), el crecimiento de los precios al consumo (+0,8 % del IPC) sigue siendo modesto y no precisa a estas alturas de un ajuste monetario drástico. Tras nuestra visita, decidimos reforzar nuestra presencia iniciando una línea de inversión en ZTO Express, empresa china líder en la entrega de correo exprés, con una cuota de mercado del 14 %. Esta última no sólo se beneficia del crecimiento del comercio online en China (+25 % previsto para 2017 según datos de la consultora Deloitte), sino también de una expansión geográfica en los medios rurales y en el extranjero. Como sus competidores, ZTO Express posee centros regionales de paquetería y medios de transporte logísticos sin una total integración horizontal. Así, esta empresa no asume ni la recogida inicial ni la entrega final de los paquetes. Sin embargo, a diferencia de sus competidores directos y con el fin de garantizar una calidad óptima de la entrega, ZTO Express ha optado por llevar a cabo alianzas estratégicas (mediante la participación en el capital) con todos sus interlocutores directos, que, precisamente, asumen la recogida y la entrega final de los bienes. A nuestro parecer, la singularidad de este modelo, que responsabiliza financiera y enteramente a sus socios, constituye una garantía de su solidez y su éxito. El considerable rendimiento de los fondos propios (33 % en 2016; fuente: Morgan Stanley) y la sólida generación de flujos de caja confirman esta elección.

La India, país que concentra cerca del 14 % de los activos de Carmignac Portfolio Emergents, parece haberse recuperado rápidamente de la contracción monetaria infligida hace unos meses por el actual Gobierno. Los indicadores económicos, como en el resto de países emergentes, prosiguen su avance. Las políticas monetaria y presupuestaria conservan su ortodoxia prácticamente religiosa. Las recientes elecciones regionales parecen reforzar la posición de la formación de Narendra Modi y garantizan una continuidad política prometedora. Nuestro reciente viaje a la India nos permitió constatar la mejora observada en los datos oficiales y nos alentó a

reforzar nuestra asignación. Así, decidimos adquirir posiciones en HDFC Bank, del sector de la banca privada, durante el trimestre. Las ventajas estructurales del sistema bancario privado indio son indiscutibles: escasa penetración del crédito bancario (el crédito privado representa el 56 % del PIB; fuente: Banco de Pagos Internacionales, 2016) y una alta rentabilidad basada en unos márgenes elevados, todo ello aunado a un crecimiento saludable y duradero del crédito. Asimismo, ante la imposibilidad de conceder nuevos créditos por falta de capital, los bancos indios bajo el yugo del Estado no presentan ninguna perspectiva de crecimiento, lo que automáticamente favorece una expansión estructural de la cuota de mercado de los bancos privados, que, a día de hoy, sigue siendo limitada (en 2016, la cuota de mercado ascendía al 32 %, según datos de Bloomberg) y, por lo tanto, presenta un atractivo a largo plazo. Con apenas el 6 % de la cuota de mercado en términos de anticipos y préstamos bancarios a nivel nacional (fuente: Goldman Sachs, 2016), HDFC Bank puede crecer fácilmente en los próximos años, con el respaldo adicional de un gobierno corporativo ejemplar y una rentabilidad de los fondos propios prácticamente sin parangón en el panorama bancario indio (19 % en 2016, según datos de Bloomberg).

La demonización de México, verdadera punta de lanza de la campaña electoral de Donald Trump, no se ha materializado como tal hasta la fecha. La divisa mexicana, que se vio particularmente perjudicada el año pasado, se recuperó ligeramente gracias a una apreciación de cerca del 10 % durante el primer trimestre (frente al dólar estadounidense o el euro). Si bien los detalles del Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TLCAN) parecen abocados a una renegociación inminente, la hipótesis de una lucha sangrienta y particularmente dañina para la economía y las exportaciones mexicanas parece disiparse, puesto que la razón y el pragmatismo han prevalecido sobre la propaganda electoral. Así, aprovechamos para incrementar nuestra posición en Banco Santander México, con lo que nuestra presencia en el país se situó en el 13 % de los activos del Fondo. En Brasil, la mejora de la economía sigue adelante, tal y como demuestran los excedentes comerciales, prácticamente en niveles históricos. Mantenemos el optimismo sin perder la prudencia en vista de la sobrecargada agenda parlamentaria de las próximas semanas. No en vano, el Parlamento deberá abordar próximamente la reforma del sistema de pensiones y de la seguridad social. Esta es precisamente la piedra angular de una disciplina fiscal más que

Evolución del Fondo desde su creación



Las rentabilidades históricas no garantizan rentabilidades futuras. La rentabilidad es neta de comisiones (excluyendo las eventuales comisiones de entrada aplicadas por el distribuidor).⁽¹⁾ Accesible a los fondos de fondos, inversores institucionales que invierten por cuenta propia y a ciertos agentes de comercialización que hayan firmado un contrato con sus clientes sobre los honorarios específicos.

* 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.

necesaria en las finanzas públicas brasileñas. Su fracaso sería sinónimo de una probable deriva presupuestaria y, más allá de ello, constituiría un considerable revés para el Gobierno de Michel Temer. Por último, también incrementamos nuestra presencia en Argentina mediante una nueva línea de inversión en **Banco Macro**. La escasez del crédito privado (15 % del PIB; fuente: Banco Mundial, 2015) brinda una oportunidad única de sacar partido de la infrapenetración bancaria. Asimismo, los ratios de Banco Macro harían palidecer de envidia a más de uno: un margen neto de intereses del 13 % y un rendimiento de los capitales propios del 35 % en 2016 (fuentes: Bloomberg, Morgan Stanley, 2016), y, ante todo, una ratio de fondos propios de primer orden (16,4 % de fondos propios Tier 1; fuente: Bloomberg, 2016).

En la región EMEA (Europa, Oriente Medio y África), Sudáfrica vuelve a ser el centro de todas las miradas. El presidente Zuma nos volvió a sorprender con un cambio político repentino, un reajuste ministerial de gran envergadura que no presagia nada bueno. La salida de la figura ortodoxa del Gobierno, Pravin Gordhan, ya exministro de Finanzas, abre la vía a una posible deriva de las finanzas públicas, ya precarias.

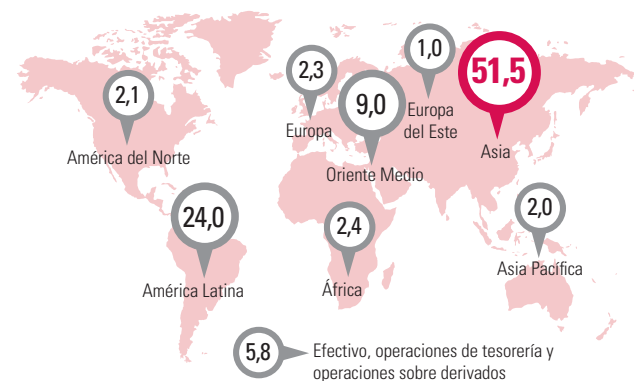
Como anticipábamos a finales de año, los mercados emergentes se beneficiaron de unas condiciones anticíclicas. Cabe destacar que estas se mantienen. De hecho, el efecto del repunte cíclico de la actividad manufacturera, tanto en los países desarrollados como en los emergentes, puede constatarse de forma indiscutible. Los precios de las materias primas, tanto

de origen fósil como minero, siguen apuntalados por el acuerdo entre los miembros de la OPEP, la racionalización de las capacidades o los planes de estímulo. Los indicadores macroeconómicos se mantienen prácticamente todos al alza. Así, el terreno económico sigue siendo indiscutiblemente fértil y la clase de activos emergentes debería seguir recogiendo los frutos.

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

Valores	Rentabilidad
MercadoLibre, software y servicios de Internet, Argentina	+35%
NetEase, software y servicios en Internet, China	+32%
58.com, software y servicios de Internet, China	+26%
Banco Santander Mexico, bancos diversificados, México	+26%
Check Point Software, software y servicios de Internet, Israel	+22%

Distribución geográfica (sin derivados) (%)



Estadísticas (%)

	1 año	3 años
Volatilidad del Fondo	13,42	13,10
Volatilidad del Indicador	16,07	14,49
Ratio de sharpe	1,05	0,64
Beta	0,78	0,81
Alfa	-0,09	0,01

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

Contribución a la rentabilidad bruta trimestral (%)

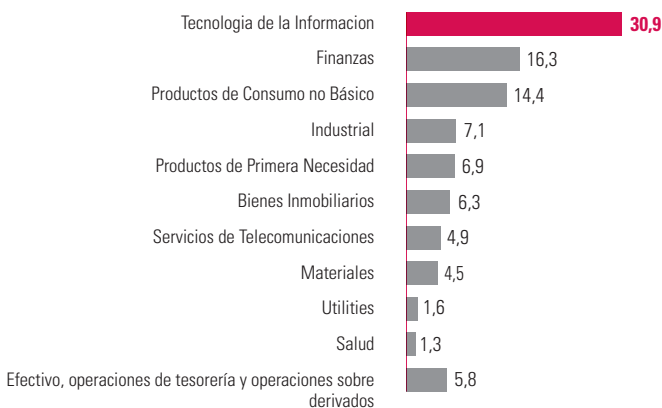
Cartera de renta variable	Derivados Renta variable	Divisas Derivados	IIC	Total
10,79	-0,03	-0,18	0,28	10,86

Rentabilidades acumuladas (%)

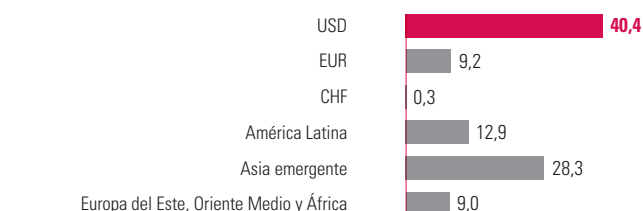
	Desde el 30/12/2016	3 meses	6 meses	1 año	3 años	5 años	10 años	Desde la fecha de primer VL
Carmignac Portfolio Emergents F EUR acc	10,53	10,53	6,78	13,69	26,89	-	-	23,82
MSCI Emerging Markets NR (Eur)	9,90	9,90	12,22	24,89	33,46	-	-	29,75
Media de la categoría*	10,05	10,05	11,26	23,72	31,77	-	-	28,81
Clasificación (cuartil)	2	2	4	4	4	-	-	3

* RV Global Emergente. Las rentabilidades históricas no garantizan rentabilidades futuras. La rentabilidad es neta de comisiones (excluyendo las eventuales comisiones de entrada aplicadas por el distribuidor).

Distribución sectorial (sin derivados) (%)



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



Value at Risk (%)

	Fondo	Indicador de referencia
99% - 20d (2 años)	15,79	14,01

CARTERA CARMIGNAC PORTFOLIO EMERGENTS A 31/03/2017				Cotización en divisas	Valor total (€)	% patrimonio neto
Efectivo, operaciones de tesorería y operaciones sobre derivados					7 458 371,00	5,66
Efectivo (incluye el efectivo de las operaciones con derivados)					7 458 371,00	5,66
IIC					3 614 533,65	2,74
4 095	Carmignac Emergents	IIC	882,67		3 614 533,65	2,74
Renta variable					120 776 443,41	91,60
América del Norte					2 713 939,83	2,06
50 862	LAS VEGAS SANDS (Estados Unidos)	Productos de Consumo no Básico	57,07		2 713 939,83	2,06
Asia Pacífica					2 526 015,26	1,92
70 247	LINE CORP (Japón)	Tecnología de la Información	38,46		2 526 015,26	1,92
Europa					2 949 605,48	2,24
86 723	JERONIMO MARTINS (Portugal)	Productos de Primera Necesidad	16,77		1 454 344,71	1,10
71 909	LILAC GROUP (Reino Unido)	Productos de Consumo no Básico	22,24		1 495 260,77	1,13
América Latina					30 724 238,49	23,30
22 236	BANCO MACRO (Argentina)	Finanzas	86,70		1 802 497,50	1,37
354 855	BANCO SANTANDER MEXICO (México)	Finanzas	9,03		2 995 970,88	2,27
457 134	BB SEGURIDADE PARTICIPACOES (Brasil)	Finanzas	29,20		3 930 887,96	2,98
449 163	CCR (Brasil)	Industrial	18,05		2 387 511,49	1,81
401 928	CEMEX (México)	Materias primas	9,07		3 408 430,61	2,59
22 194	FEMSA UNITS ADR (México)	Productos de Primera Necesidad	88,52		1 836 859,31	1,39
625 029	GRUPO BANORTE (México)	Finanzas	107,66		3 340 463,07	2,53
848 670	GRUPO MEXICO SA DE CV (México)	Materias primas	56,28		2 371 073,79	1,80
21 333	MERCADOLIBRE INC (Argentina)	Tecnología de la Información	211,47		4 217 932,32	3,20
2 334 716	MEXICO REAL ESTATE MGMT (México)	Bienes Inmobiliarios	21,00		2 433 915,44	1,85
295 733	TRANSMISSORA ALIANCA (Brasil)	Utilities	22,95		1 998 696,12	1,52
Asia					65 978 070,49	50,04
49 047	58.COM (China)	Tecnología de la Información	35,39		1 622 900,59	1,23
594 961	AIA GROUP LTD (Hong Kong)	Finanzas	49,00		3 507 349,49	2,66
5 722 792	ASTRA INTERNATIONAL (Indonesia)	Productos de Consumo no Básico	8 625,00		3 463 238,88	2,63
21 227	BAIDU INC (China)	Tecnología de la Información	172,52		3 423 946,56	2,60
367 341	BHARTI AIRTEL LTD (India)	Servicios de Telecomunicaciones	350,05		1 851 483,01	1,40
519 680	BHARTI INFRATEL LTD (India)	Servicios de Telecomunicaciones	325,90		2 438 610,47	1,85
5 834 347	DALI FOODS GROUP CO LTD (China)	Productos de Primera Necesidad	4,49		3 151 614,30	2,39
62 429	HDFC BANK (India)	Finanzas	1 460,15		1 312 514,46	1,00
36 218	HERO MOTOCORP LTD (India)	Productos de Consumo no Básico	49,62		1 680 209,76	1,27
673 791	ICICI BANK (India)	Finanzas	276,85		2 685 902,91	2,04
200 532	INFOSYS TECHNOLOGIES (India)	Tecnología de la Información	15,80		2 962 372,59	2,25
110 720	KANGWON LAND (Corea del Sur)	Productos de Consumo no Básico	38 200,00		3 536 144,56	2,68
435 910	MEDIATEK (Taiwán)	Tecnología de la Información	215,00		2 887 906,44	2,19
8 304	NETEASE (China)	Tecnología de la Información	284,00		2 204 979,66	1,67
36 026	PLDT (Filipinas)	Servicios de Telecomunicaciones	1 646,00		1 104 988,03	0,84
2 795	SAMSUNG BIOLOGICS CO LTD (Corea del Sur)	Salud	173 000,00		404 267,18	0,31
5 260	SAMSUNG ELECTRONICS (Corea del Sur)	Tecnología de la Información	2 060 000,00		8 958 025,14	6,79
435 232	SHANGHAI INTERNATIONAL AIR-A (China)	Industrial	29,98		1 770 179,06	1,34
245 183	TAIWAN SEMICONDUCTOR (Taiwán)	Tecnología de la Información	32,84		7 528 221,89	5,71
506 124	TATA MOTORS LTD (India)	Productos de Consumo no Básico	465,85		3 394 871,01	2,57
76 108	UNITED SPIRITS LTD (India)	Productos de Primera Necesidad	2 174,70		2 383 141,24	1,81
1 030 382	ZHENGZHOU YUTONG BUS CO-A (China)	Industrial	21,48		3 002 598,69	2,28
57 408	ZTO EXPRESS CAYMAN INC (China)	Industrial	13,09		702 604,57	0,53
África					3 027 708,99	2,30
106 784	MTN GROUP LTD (Sudáfrica)	Servicios de Telecomunicaciones	122,00		908 400,77	0,69
13 129	NASPERS LTD (Sudáfrica)	Productos de Consumo no Básico	2 315,00		2 119 308,22	1,61
Europa del Este					1 329 479,43	1,01
718 456	MOSCOW EXCHANGE (Rusia)	Finanzas	111,51		1 329 479,43	1,01
Oriente Medio					11 527 385,44	8,74
34 407	CHECK POINT SOFTWARE (Israel)	Tecnología de la Información	102,66		3 302 531,55	2,50
2 556 192	EMAAR PROPERTIES PJSC (Emiratos Árabes Unidos)	Bienes Inmobiliarios	7,30		4 750 016,32	3,60
1 269 507	EMLAK KONUT GAYRIMENKUL (Turquía)	Bienes Inmobiliarios	2,90		945 216,32	0,72
816 018	ENKA INSAAT VE SANAYI (Turquía)	Industrial	6,10		1 277 991,14	0,97
11 479	TARO PHARMACEUTICAL INDUSTRIES (Israel)	Salud	116,62		1 251 630,11	0,95
Valor de la cartera					124 390 977,06	94,34
Patrimonio neto					131 849 348,06	100,00