



Malte Heiningger

# Carmignac Portfolio Euro-Patrimoine

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

Fondo de renta variable europea con una exposición neta a las acciones del 0% al 50% que se gestiona activamente. El Fondo tiene como objetivo generar alfa combinando posiciones largas y cortas al tiempo que aplica una gestión activa y flexible centrada en limitar el riesgo de caídas. El Fondo está destinado a batir a su índice durante 3 años.

En el cuarto trimestre de 2016, **Carmignac Portfolio Euro-Patrimoine** registró una revalorización del 3,02 %, frente al avance del 4,92 % de su índice de referencia. En todo 2016, el Fondo registró un avance del 9,99 %, superior al progreso del 1,92 % de su índice.

El año 2016 se dividió en dos periodos claramente diferenciados. El primero se inscribió en la estela de los años anteriores, con un crecimiento anémico y unas políticas marcadamente acomodaticias por parte de los bancos centrales en respuesta a los temores sobre la salud de la economía. La renta fija y las inversiones con características similares alcanzaron un punto culminante a lo largo de estos seis primeros meses, mientras que las materias primas y los valores bancarios tocaron mínimos tras registrar durante años una marcada rentabilidad inferior. Esto precedió la llegada de un segundo semestre dominado por las temáticas del retorno de la inflación y las esperanzas de recuperación económica, amplificadas por la victoria electoral de Donald Trump.

A pesar de que el índice Euro Stoxx 50 cerró el año en un nivel relativamente estable, registró importantes variaciones subyacentes. Así, los bancos, que en un primer momento registraron un retroceso del 40 %, se revalorizaron posteriormente cerca de un 50 % en el segundo semestre, las materias primas se dispararon más de un 100 % respecto de su mínimo de enero y el sector de las telecomunicaciones cedió más del 20 % respecto de su máximo. Capeamos con bastante habilidad el temporal, puesto que el Fondo consiguió registrar una rentabilidad superior conservando, al mismo tiempo, una volatilidad de 6,0 durante el año, frente a 11,5 de su índice de referencia.

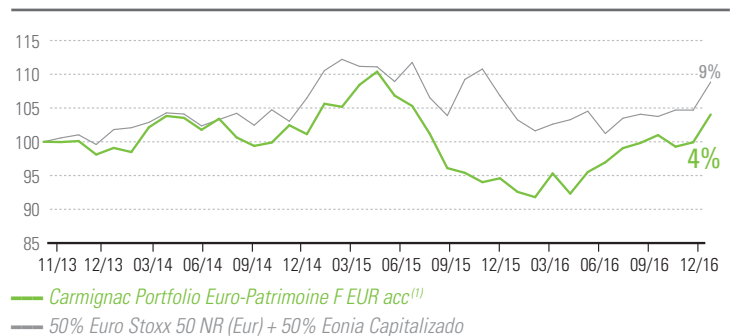
En el cuarto trimestre, las elecciones en EE. UU. y el referéndum italiano alejaron los dos últimos obstáculos que impedían a los inversores adherirse totalmente a la temática de la recuperación e inaugurar finalmente la recuperación de los precios de finales de año. Con el fin de sacar el máximo partido a la rotación sectorial en curso, llevamos a cabo un ajuste táctico de nuestra exposición, emprendiendo posiciones compradoras sobre el índice de valores bancarios y el del mercado italiano, sin modificar en esencia el núcleo de la cartera.

Identificamos la aparición de indicios alentadores, generados por el retorno de la inflación, la esperanza sobre los estímulos presupuestarios y por unos efectos de base favorables. No obstante, incluso si no tenemos intención de ir a contracorriente de esta tendencia, nos preguntamos seriamente si ésta marca el inicio de una recuperación económica duradera. No en vano, una vez que se disipen el choque inicial y la ebullición causados por el *brevity* y la elección de Donald Trump, será difícil constatar en qué medida el auge de los populismos y del proteccionismo podría favorecer el crecimiento económico y la prosperidad mundial. Como siempre, nos interesamos ante todo por los argumentos de inversión específicos de cada valor, sobre la base de factores independientes de nuestra visión del mundo en un sentido amplio.

En el cuarto trimestre, iniciamos una nueva posición en **Hapag-Lloyd**, un armador alemán de portacontenedores. Desde su salida a bolsa en noviembre de 2015, los precios del transporte marítimo no han dejado de bajar por la sobrecapacidad del sector en un contexto de escaso crecimiento. Actualmente, estamos adentrándonos en una fase de ausencia total de progresión de la oferta, derivada del efecto combinado del descenso de entregas de buques, un aumento de las capacidades no utilizadas y una aceleración de la velocidad media de las naves. Si bien el sector sigue estando fragmentado, su reciente consolidación se tradujo en una concentración de una cuota de mercado de más del 45 % en manos de sus cuatro actores principales. Asimismo, Hapag-Lloyd se beneficiará sin duda de la conclusión de su fusión con el armador emiratí UASC, de la que cabe esperar 400 millones de dólares en concepto de sinergias operativas. Dado el importante apalancamiento financiero del armador alemán, la posible subida de los precios del transporte marítimo representa una interesante oportunidad para la empresa, que debería beneficiarse de una situación muy favorable en 2017.

Además, aprovechamos una interesante valoración para la suscripción de la ampliación de capital de la empresa suiza **Meyer Burger**, uno de los fabricantes de equipo para paneles solares más importantes. El sector acusa todavía un exceso de capacidad y las perspectivas de inversión en las tecnologías innovadoras de células fotovoltaicas, como las PERC o las HJT, siguen siendo inciertas. No obstante, nos parece particularmente convincente la combinación de unos balances saneados, un equipo directivo sólido y un avance tecnológico en un mercado que se beneficiará de numerosos años de crecimiento.

## 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). <sup>(1)</sup> 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 ILC no constituye garantía alguna y puede variar a lo largo del tiempo.

Seguimos creyendo que la aseguradora neerlandesa **ASR**, que salió a bolsa el pasado mes de junio, presenta un importante potencial de revalorización. Esta empresa, bien gestionada y con una sólida base de capital reglamentario, que genera un elevado flujo de caja y aplica un enfoque prudente en el ámbito de la contabilidad, debería ser capaz de redistribuir sus beneficios a los accionistas en el futuro. A pesar de que ASR nos parece interesante en términos de valor tanto absoluto como relativo, no prevemos que su infravaloración actual desaparezca por completo mientras que el Gobierno neerlandés no venda la totalidad de su participación, del 51 %.

Por último, tras nuestros comentarios sobre **Galenica** en el informe del tercer trimestre, parte de los catalizadores que esperábamos se materializaron, lo que nos llevó a reforzar nuestra posición. La FDA (Agencia de Alimentos y Medicamentos de EE. UU.), que, principalmente, rige la

comercialización de medicamentos en el país norteamericano, aceptó que se suprimiera el aviso que figuraba en el resumen de características del producto del fármaco Veltassa, el producto estrella de Relypsa, un laboratorio absorbido por Galenica el verano pasado. Asimismo, la venta de los títulos que mantenían KKR y Pessina a través de Sprint, un vehículo de inversión, se llevó a cabo con éxito y las acciones se colocaron entre inversores a largo plazo, como nosotros. Los próximos catalizadores serán la salida a bolsa de la división Galenica Santé en primavera, el flujo continuo de buenas noticias sobre el lanzamiento de nuevos fármacos y los futuros contratos de cooperación. En vista de todo ello, estamos convencidos de la solidez de las perspectivas de esta empresa a largo plazo.

Fuente de las cifras: Bloomberg, SX7E (índice de valores bancarios en la zona del euro), a 30 de diciembre de 2016.

Estadísticas (%)	1 año	3 años
Volatilidad del Fondo	5,99	8,11
Volatilidad del Indicador	11,51	7,61
Ratio de sharpe	1,77	0,18
Beta	0,21	0,35
Alfa	0,18	-0,02

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

### Exposición por clase de activos (%)

Posiciones compradoras	113,8
-73,0	Posiciones vendedoras
Exposición neta a la renta variable	40,7
Efectivo (incluye el efectivo de las operaciones con derivados)	3,9

### Desglose por sector (%)

	Posiciones		
	Compra	Venta	Neto
Servicios al Consumidor	21,9	-5,0	16,9
Servicios Financieros	24,7	-12,0	12,7
Tecnología	12,9	-0,5	12,4
Telecomunicaciones	8,8	-3,3	5,5
Materias Básicas	5,6	-3,8	1,8
Petróleo y Gas	5,0	-4,1	0,9
Productos Industriales	12,7	-12,1	0,6
Salud	4,7	-4,9	-0,1
Utilities	0,0	-0,5	-0,5
Bienes de Consumo	12,9	-21,0	-8,1
Índices regionales	4,5	-5,7	-1,3
<b>Total</b>	<b>113,8</b>	<b>-73,0</b>	<b>40,7</b>

### Contribución a la rentabilidad bruta trimestral (%)

Cartera de renta variable	Derivados Renta variable	Derivados Renta fija	Divisas Derivados	IIC	Total
3,51	-0,66	-0,03	0,15	0,18	<b>3,15</b>

### Value at Risk (%)

	Fondo	Indicador de referencia
99% - 20d (2 años)	7,55	7,59

### 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
<b>Carmignac Portfolio Euro-Patrimoine F EUR acc</b>	<b>9,99</b>	<b>3,02</b>	<b>7,30</b>	<b>9,99</b>	<b>3,93</b>	-	-	<b>4,04</b>
Indicador de referencia*	1,92	4,92	7,54	1,92	7,82	-	-	8,85
Media de la categoría**	2,38	2,56	5,47	2,38	11,05	-	-	12,18
Clasificación (cuartil)	1	2	1	1	4	-	-	4

\* 50% EuroStoxx 50 NR (Eur) + 50% Eonia Capitalizado. \*\* Mixtos Moderados EUR. 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 EURO-PATRIMOINE A 30/12/2016			Cotización en divisas	Valor total (€)	% patrimonio neto
<b>Efectivo, operaciones de tesorería y operaciones sobre derivados</b>				<b>2 737 080,38</b>	<b>3,85</b>
Efectivo (incluye el efectivo de las operaciones con derivados)				2 737 080,38	3,85
<b>Renta variable Unión Europea</b>				<b>59 862 017,12</b>	<b>84,29</b>
<b>Alemania</b>				<b>17 588 161,34</b>	<b>24,77</b>
26 249	BAYER AG	Materias Básicas	99,13	2 602 063,37	3,66
41 013	DAIMLER AG	Bienes de Consumo	70,72	2 900 439,36	4,08
77 550	DEUTSCHE BOERSE AG	Servicios Financieros	76,42	5 926 371,00	8,35
18 947	FRESENIUS	Salud	74,26	1 407 004,22	1,98
33 094	HAPAG-LLOYD AG	Productos Industriales	21,95	726 413,30	1,02
12 110	LANXESS AG	Materias Básicas	62,35	755 058,50	1,06
3 420	LINDE AG	Materias Básicas	156,10	533 862,00	0,75
21 196	SCHAEFFLER AG	Bienes de Consumo	14,06	297 909,78	0,42
19 997	SIEMENS AG	Productos Industriales	116,80	2 335 649,60	3,29
2 849	ZALANDO SE	Servicios al Consumidor	36,29	103 390,21	0,15
<b>Bélgica</b>				<b>761 890,20</b>	<b>1,07</b>
779	AB INBEV SA	Bienes de Consumo	100,55	78 328,45	0,11
18 175	AGEAS	Servicios Financieros	37,61	683 561,75	0,96
<b>Dinamarca</b>				<b>664 260,53</b>	<b>0,94</b>
19 392	NOVO NORDISK AS	Salud	254,70	664 260,53	0,94
<b>España</b>				<b>1 832 856,66</b>	<b>2,58</b>
74 808	PARQUES REUNIDOS SERVICIOS C	Servicios al Consumidor	15,26	1 141 196,04	1,61
153 090	TALGO SA	Productos Industriales	4,52	691 660,62	0,97
<b>Finlandia</b>				<b>1 091 072,28</b>	<b>1,54</b>
237 810	NOKIA OYJ	Tecnología	4,59	1 091 072,28	1,54
<b>Francia</b>				<b>5 620 313,03</b>	<b>7,91</b>
12 446	CRITEO	Tecnología	41,08	484 742,05	0,68
392	DASSAULT AVIATION SA	Productos Industriales	1061,60	416 147,20	0,59
23 913	PEUGEOT	Bienes de Consumo	15,50	370 531,94	0,52
83 431	SFR GROUP SA	Servicios al Consumidor	26,83	2 238 453,73	3,15
9 647	SOPRA STERIA GROUP	Tecnología	107,85	1 040 428,95	1,47
5 328	TELEPERFORMANCE	Servicios al Consumidor	95,30	507 758,40	0,71
31 141	VIVENDI	Servicios al Consumidor	18,06	562 250,76	0,79
<b>Irlanda</b>				<b>2 029 746,56</b>	<b>2,86</b>
93 129	SMURFIT KAPPA GROUP PLC	Productos Industriales	21,80	2 029 746,56	2,86
<b>Italia</b>				<b>3 468 294,37</b>	<b>4,88</b>
102 194	ENI SPA	Petróleo y Gas	15,47	1 580 941,18	2,23
2 747 239	TELECOM ITALIA SPA	Telecomunicaciones	0,69	1 887 353,19	2,66
<b>Países Bajos</b>				<b>13 271 989,06</b>	<b>18,69</b>
129 171	ALTICE SA	Telecomunicaciones	18,93	2 436 631,03	3,43
67 252	ASR NEDERLAND	Servicios Financieros	22,60	1 519 895,20	2,14
54 926	HEINEKEN HLDG NV	Bienes de Consumo	71,26	3 914 026,76	5,51
561	IMCD GROUP NV	Materias Básicas	40,49	22 714,89	0,03
83 877	INTERTRUST NV	Servicios Financieros	16,72	1 402 423,44	1,97
19 217	INTERXION	Tecnología	35,07	638 957,28	0,90
21 356	MYLAN INC	Salud	38,15	772 440,29	1,09
25 977	PHILIPS LIGHTING NV	Productos Industriales	23,40	607 861,80	0,86
74 494	ROYAL DUTCH SHELL PLC	Petróleo y Gas	22,43	1 957 038,37	2,76
<b>Reino Unido</b>				<b>12 430 599,54</b>	<b>17,50</b>
264 653	INFORMA PLC	Servicios al Consumidor	6,80	2 108 294,75	2,97
1 211 599	JRP GROUP PLC	Servicios Financieros	1,50	2 122 001,53	2,99
26 522	LONDON STOCK EXCHANGE	Servicios Financieros	29,14	905 401,92	1,27
207 806	MICRO FOCUS INTER.	Tecnología	21,79	5 304 700,96	7,47
9 420	SHIRE PLC	Salud	46,84	516 908,15	0,73
45 161	SMITHS GROUP PLC	Productos Industriales	14,16	749 156,23	1,05
18 513	UNILEVER	Bienes de Consumo	39,12	724 136,00	1,02
<b>Suecia</b>				<b>1 102 833,55</b>	<b>1,55</b>
283 307	NORDNET AB-B	Servicios Financieros	37,30	1 102 833,55	1,55
<b>Renta variable Fuera de la Unión Europea</b>				<b>8 416 908,61</b>	<b>11,85</b>
<b>Estados Unidos</b>				<b>6 024 292,91</b>	<b>8,48</b>
2 139	CF INDUSTRIES HOLDINGS	Materias Básicas	31,48	63 840,46	0,09
59 712	GRUBHUB INC	Servicios al Consumidor	37,62	2 129 761,02	3,00
8 621	MONSANTO CO	Bienes de Consumo	105,21	859 934,02	1,21
67 574	TRIPADVISOR INC	Servicios al Consumidor	46,37	2 970 757,41	4,18
<b>Suiza</b>				<b>2 392 615,70</b>	<b>3,37</b>
1 878	GALENICA AG	Servicios al Consumidor	1149,00	2 012 893,66	2,83
566 451	MEYER BURGER TECHNOLOGY	Productos Industriales	0,67	354 031,88	0,50
377	NESTLE SA	Bienes de Consumo	73,05	25 690,16	0,04
<b>Valor de la cartera</b>				<b>68 278 925,73</b>	<b>96,15</b>
<b>Patrimonio neto</b>				<b>71 016 006,11</b>	<b>100,00</b>

## EXPOSICIÓN NETA RENTA VARIABLE CARMIGNAC PORTFOLIO EURO-PATRIMOINE A 30/12/2016

Exposición (€)

% Exposición

			Exposición (€)	% Exposición
<b>Posiciones derivadas compradoras</b>			<b>12 531 092,00</b>	<b>17,65</b>
<b>Unión Europea</b>			<b>7 561 332,00</b>	<b>10,65</b>
	Servicios Financieros (1 Posición)	Europa	2 593 765,00	3,65
	Productos Industriales (1 Posición)	Reino Unido	483 092,00	0,68
	Índices regionales (1 Posición)	Europa	1 315 650,00	1,85
	Índices regionales (1 Posición)	Italia	3 168 825,00	4,46
<b>Fuera de la Unión Europea</b>			<b>4 969 760,00</b>	<b>7,00</b>
	Servicios al Consumidor (1 Posición)	Suiza	1 797 456,00	2,53
	Productos Industriales (1 Posición)	Suiza	643 205,00	0,91
	Tecnología (1 Posición)	Suiza	626 724,00	0,88
	Telecomunicaciones (1 Posición)	Suiza	1 902 375,00	2,68
<b>Posiciones derivadas vendedoras</b>			<b>-51 878 995,00</b>	<b>-73,05</b>
<b>Unión Europea</b>			<b>-45 939 484,00</b>	<b>-64,69</b>
	Bienes de Consumo (2 Posiciones)	Alemania	-4 998 937,00	-7,04
	Bienes de Consumo (2 Posiciones)	Países Bajos	-4 131 133,00	-5,82
	Bienes de Consumo (1 Posición)	Reino Unido	-637 848,00	-0,90
	Servicios al Consumidor (2 Posiciones)	Alemania	-521 739,00	-0,73
	Servicios al Consumidor (1 Posición)	Francia	-1 226 008,00	-1,73
	Servicios al Consumidor (3 Posiciones)	Reino Unido	-1 122 788,00	-1,58
	Servicios Financieros (1 Posición)	Alemania	-4 288 892,00	-6,04
	Servicios Financieros (1 Posición)	Reino Unido	-178 468,00	-0,25
	Salud (1 Posición)	Francia	-131 191,00	-0,18
	Salud (1 Posición)	Reino Unido	-969 689,00	-1,37
	Salud (1 Posición)	Suecia	-623 037,00	-0,88
	Productos Industriales (1 Posición)	Alemania	-2 272 660,00	-3,20
	Productos Industriales (1 Posición)	España	-506 686,00	-0,71
	Productos Industriales (1 Posición)	Irlanda	-589 473,00	-0,83
	Productos Industriales (2 Posiciones)	Suecia	-2 522 414,00	-3,55
	Petróleo y Gas (1 Posición)	Dinamarca	-255 441,00	-0,36
	Petróleo y Gas (1 Posición)	Italia	-244 096,00	-0,34
	Petróleo y Gas (2 Posiciones)	Países Bajos	-678 347,00	-0,96
	Petróleo y Gas (1 Posición)	Reino Unido	-1 078 504,00	-1,52
	Telecomunicaciones (1 Posición)	Italia	-1 958 083,00	-2,76
	Índices regionales (4 Posiciones)	Europa	-17 004 050,00	-23,94
<b>Fuera de la Unión Europea</b>			<b>-5 939 511,00</b>	<b>-8,36</b>
	Salud (1 Posición)	Suiza	-514 888,00	-0,73
	Productos Industriales (2 Posiciones)	Suiza	-1 366 486,00	-1,92
	Índices regionales (1 Posición)	Estados Unidos	-4 058 137,00	-5,71
<b>Inversión renta variable</b>			<b>68 278 925,73</b>	<b>96,15</b>
<b>Exposición neta a la renta variable</b>			<b>28 931 022,73</b>	<b>40,74</b>