



“Recuerdo haber llegado, una noche de invierno, y pedir audiencia bajo la luna llena a la Gran Esfinge egipcia”

Pierre Loti: Viajes

Si hubiera podido salir de su mutismo milenario, podemos apostar que me hubiera advertido del creciente riesgo geopolítico de su región. Sin duda habría mencionado también el riesgo de inflación asociado al conjunto de las materias primas. Los dos fenómenos se encuentran en cierto modo relacionados. La subida del precio de las materias primas procede de la combinación de tres fenómenos: en primer lugar, la recuperación económica mundial que contribuye a incrementar la demanda; no olvidemos que la economía mundial ha experimentado un crecimiento del 5,5% en paridad de poder adquisitivo en 2010 y del 3,9% en tipos de cambio nominales. Este alza se ha visto todavía más acentuada por los fenómenos climáticos especialmente violentos desencadenados por “la niña”, y ha incrementado su fuerza gracias a la especulación procedente de la abundancia de liquidez derivada de una política monetaria claramente reflacionista en los Estados Unidos.

El alza de los precios de las materias primas, sobre todo agrícolas, han provocado un fuerte impacto en el poder adquisitivo, tolerable por nuestras economías desarrolladas, pero menos soportable en las economías con menos recursos. Esta tensión está suscitando hoy en día una revuelta que cristaliza en torno a la corrupción de ciertos poderes, contra la falta de libertades y la ausencia de democracia. En este contexto, Egipto representa un país importante en numerosos aspectos, no solo un título. Egipto, país laico, ha sido el único junto con Jordania en firmar un tratado de paz con Israel. Controla el canal de Suez, a través del cual circula el 8% del tráfico marítimo mundial y el 3,5% del abastecimiento mundial de petróleo. El deterioro de la situación en Egipto, el posible contagio a otros regímenes débiles y de cuestionable legitimidad en la península arábiga son riesgos que no podemos descartar. La persistencia de la subida de los precios del petróleo, que ya han sobrepasado el nivel simbólico de 100 dólares durante el mes que acaba de finalizar, tendría consecuencias para nuestro escenario económico que debemos evaluar en el entorno de un mundo que funciona a tres velocidades.

Continuamos considerando a Europa como la zona económica más vulnerable. Aquí, una escalada de los precios del petróleo acentuaría el riesgo de estanflación. Sin duda, la economía alemana registra una salud casi insolente, la menor tasa de paro y un índice IFO de confianza empresarial en máximos desde su primera publicación en 1991 por la Alemania reunificada, aunque la situación no es idílica: el consumo sigue sin dar muestras de fortaleza a pesar de la creación de empleo. La salud de la economía alemana justificaría por sí misma una elevación de los tipos de referencia del BCE, por no mencionar una inflación anualizada del 2,4% para el conjunto de la zona del euro en el mes de enero. El Sr. Trichet deberá, no obstante, contentarse con comunicar un mensaje de vigilancia, pues una vuelta de tuerca monetaria correría el riesgo de precipitar una nueva crisis europea. Así pues, no consideramos que hayamos dejado la crisis atrás.

Por el contrario, creemos absolutamente necesaria una reestructuración de la deuda griega. Nos parece más que probable una renegociación de la deuda irlandesa en cuanto el próximo gobierno se instale en el poder, y que los titulares de bonos emitidos por los bancos tengan que soportar pérdidas. Estamos asistiendo a una reestructuración del sistema bancario español, aunque este continúa poco capitalizado. Además los precios del sector inmobiliario no se han ajustado para reflejar la realidad de la situación económica en un país que en estos momentos cuenta con una tasa de paro superior al 20%. Los esfuerzos del gobierno central resultan insuficientes teniendo en cuenta el endeudamiento masivo de las 17 comunidades autónomas (107.000 millones de euros, de los que una tercera parte corresponde sólo a una Cataluña cuya economía es del mismo tamaño que la de Portugal).

La posición alemana con respecto a la ayuda que se debe brindar a las economías más débiles no ha sido tan inflexible como uno pudiera pensar por un momento (con la justificación de que los bancos alemanes poseen deuda de los estados periféricos por un importe que representa casi un 12% del PIB alemán), aunque la Sra. Merkel no podrá realizar oficialmente concesiones significativas antes de los resultados de las importantes elecciones previstas para el 27 marzo en la provincia de Bade-Wurtemberg. Continúa, pues, la fragilidad de la zona del euro. Una posible espiral alcista en los precios del petróleo pondría inevitablemente en peligro la débil recuperación económica actual, y aún más teniendo en cuenta que el BCE, al contrario que su homólogo estadounidense, está cerrando el grifo en sus medidas de apoyo a las economías periféricas, suscitando durante las últimas semanas tensiones sobre los tipos de refinanciación; así, el índice Eonia ha superado ya el objetivo del Banco Central Europeo al situarse por encima del 1,3% a finales de mes.

Tantas incertidumbres y un importante riesgo político no nos han incitado a reinvertir de forma masiva en Europa durante este comienzo de año, sobre todo en el sector bancario. Esto no nos ha favorecido porque las rotaciones de las carteras, tradicionales en este periodo, ./..

han privilegiado los países y los sectores que han registrado un peor comportamiento durante el 2010. Además, nuestra prudencia responde también a la combinación de la fortaleza del euro y del posible impacto que sobre las empresas industriales puede provocar el alza de precios de las materias primas. Los resultados publicados ya por las empresas escandinavas confirman este temor a que los márgenes en estos sectores se puedan ver presionados. En el largo plazo, continuamos siendo prudentes en nuestras asignaciones de activos, y preferimos favorecer la gestión del riesgo sobre la inversión arriesgada a corto plazo.

Los Estados Unidos parecen menos frágiles que la vieja Europa y confirman el cambio de una economía en recuperación a una en expansión. Los índices adelantados han sido positivos en todos sus componentes. Los efectos combinados de las políticas monetarias y presupuestarias han generado sus frutos. El empleo debería experimentar una lenta recuperación durante los próximos meses. Por el momento, la inflación no representa un problema debido a una tasa de paro todavía elevada y a la ausencia de presiones sobre los salarios, así como a unos precios en el sector inmobiliario residencial que continúan deprimidos. Pero el activismo monetario y la recuperación del crecimiento han contribuido al alza de los precios de las materias primas, en concreto del petróleo, del que los Estados Unidos continúa siendo con diferencia el primer consumidor con casi una cuarta parte del consumo mundial. ¿Podría esta situación evolucionar con el tiempo hacia un crecimiento inflacionista?

No estamos muy convencidos. Por una parte, las medidas de política monetaria deberían desaparecer a finales de junio. Y decimos "deberían" porque la Reserva Federal no dudará en considerar, si la situación lo justifica, la posibilidad de poner en marcha un tercer episodio de "quantitative easing" (con el temor de que, como ocurre en Hollywood, éste sea el peor de toda la serie). Por otra parte, si bien ha comenzado la reducción del endeudamiento del sector privado, aunque todavía está lejos de alcanzarse, queda todavía por llevar a cabo la totalidad de la del Estado Federal y los municipios. Aún no estamos preocupados por la ciudad de Dublín en Ohio, de Madrid en el estado de Nueva York, de Atenas en California e incluso de Lisboa en Illinois, aunque todo puede ocurrir. Muy pronto los Estados Unidos deberán restaurar el orden en sus finanzas públicas, una vez que se haya consolidado el crecimiento y reactivado el ciclo de creación de empleo. Un retorno a una mayor ortodoxia monetaria y presupuestaria tendrá la ventaja de actuar como freno sobre la aparición o la amplificación de las presiones inflacionistas. **En este contexto, la renta variable estadounidense resulta atractiva y consideramos que nuestras posiciones en energía, tecnología y, en menor medida, finanzas, son las que tienen más probabilidades de beneficiarse de esta nueva fase de expansión económica.**

Las economías emergentes deben hacer frente a presiones inflacionistas temporales aunque muy reales. Una encuesta que me llamó la atención durante el mes: el 47% de los estadounidenses a quienes se les preguntó cuál era la primera potencia económica mundial respondieron que era China. Esto se debe al crecimiento que experimenta el país desde los tiempos del Reino Medio. En efecto, si recalculamos en base 100 todos los PIB a partir del año 2005, el PIB actual de los Estados Unidos sería de 105, el de la zona euro de 104 y el de Gran Bretaña y Japón de 102. El de Brasil sería de 125 y el de la India se situaría en 147 y el de China en 169. Esto nos proporciona una medida de los diferenciales de crecimiento y legitima la presencia de presiones inflacionistas en el universo emergente.

¿Debemos preocuparnos? Creemos que hay que matizar. Por una parte, en algunos países la inflación es en gran medida alimentaria. Este es el caso de la India, donde la inflación ha alcanzado un 8,4% de crecimiento anual para los precios al por mayor en diciembre. Durante el mismo periodo, los precios alimentarios han experimentado una subida del

16%. Estas alzas son temporales. Por el contrario, todos los países emergentes no son iguales en términos de inflación estructural. La India o Indonesia necesitan urgentemente infraestructuras y el crecimiento, que se está acelerando, está generando con rapidez cuellos de botella que provocan inflación. Por el contrario, China, que ha invertido de forma masiva tanto en capacidad de producción como en infraestructuras, no sufrirá este problema.

Aquí va un mensaje para los detractores del crecimiento chino que se regocijan ante lo que consideran excesos de inversión: China puede continuar creciendo con un ritmo de casi el 10% sin engendrar una inflación descontrolada. Con un 4,6% en diciembre frente al 5,1% en noviembre, las cifras parecen indicar una estabilización. Falta añadir que un poco más de inflación estructural resulta inevitable en el país. Así, la reorientación del crecimiento en beneficio del consumo interno requiere necesariamente una reevaluación progresiva (aunque sensible) de los salarios. Éste es el precio que pagará China para dejar de crecer a expensas del resto del mundo (su superávit exterior se ha reducido ya desde el 11% en el año 2007 al 3% hoy en día) y, además, contribuir al crecimiento de las economías desarrolladas. Una subida acusada de los precios del petróleo afectaría de modo diferente a las economías emergentes. La India, Corea y Turquía se encuentran entre los países importadores que sufrirían los efectos de estas alzas. Por el contrario, China, Brasil, Rusia y México se verían poco afectados e incluso algunos de ellos se beneficiarían directamente de esas mayores ganancias.

Por ello, la situación económica, entendida en términos de inflación a corto plazo, requiere de nuestra vigilancia. **No obstante, recomfortados por la actitud responsable de los gobiernos y bancos centrales de los principales países afectados, mantenemos nuestro convencimiento a medio plazo sobre la fortaleza de las grandes economías.** Su crecimiento descansa sobre motores internos y sus datos fundamentales en términos de déficit y deuda continúan dentro de límites menos preocupantes que nuestras economías desarrolladas. A modo de ejemplo, el déficit presupuestario anual chino, situado en el 2,7% del PIB, no supera un solo mes el déficit presupuestario estadounidense. **Mantenemos un tercio de nuestras inversiones en renta variable en los países emergentes, y China se coloca en primer lugar con un tercio de nuestras posiciones en este universo.** El peor comportamiento registrado por esta clase de activos a comienzos de año se debe a las recogidas de beneficios por parte de los gestores que desean volver a invertir en sus mercados nacionales. Todo parece indicar que este peor comportamiento sólo debería ser temporal.

En el contexto actual, el mantenimiento de una asignación de activos importante en materias primas, metales básicos, energía y oro conserva todo su sentido. Por los motivos mencionados en la introducción, el fuerte crecimiento de las economías emergentes y la expansión estadounidense justifican dichas asignaciones de activos. Las minas de oro, que durante un tiempo consideramos reducir debido a la subida de los tipos de renta fija, continúan desempeñando plenamente su papel de protección de la cartera.

En este mismo sentido, la asignación internacional en divisas constituye una herramienta de gestión de riesgos para nuestras carteras mundiales. La debilidad del dólar frente a la moneda única durante el mes de enero se deriva de una sensible disminución de la intolerancia al riesgo y de los temores temporalmente disipados con respecto a la deuda europea, pública y privada. No obstante, como mencionamos en nuestro análisis, resulta ilusorio pensar que hemos dejado totalmente atrás la crisis europea. El spread de rendimiento entre la deuda pública a dos años estadounidense y alemana, que ha aumentado a favor de esta última, podría estrecharse de nuevo si las estadísticas económicas confirman nuestro optimismo sobre la economía estadounidense. En lo que respecta al riesgo geopolítico, no hay mejor refugio que el billete verde para proteger el valor de nuestras inversiones. Como consecuencia, un equilibrio en la asignación de divisas nos permitirá gestionar mejor las incertidumbres políticas y económicas de los próximos meses.

Éric Le Coz

Redactado el viernes 4 de febrero de 2011

Las divisas

El dólar ha cedido terreno en más de un 2% durante el mes frente al euro. La moneda única se ha beneficiado de la baja generalizada de la intolerancia al riesgo y de la idea de una mejora de la situación de la deuda europea.

Tanto el billete verde como el conjunto de divisas emergentes, que habían registrado un buen comportamiento durante los últimos 12 meses como resultado de las reasignaciones de activos, han sufrido recogidas de beneficios. Por eso nuestra gestión, a pesar de la ausencia de posiciones a plazo sobre el dólar, se ha visto penalizada por la falta de cobertura de riesgo de cambio.

No obstante, por los motivos mencionados en la introducción de este documento, nos parece razonable equilibrar los riesgos de nuestras carteras y asignaciones de activos con una presencia importante fuera

de la zona del euro. No solamente la crisis europea de la deuda no se ha resuelto, sino que la subida del euro, incluso si contiene parcialmente los efectos del alza de las materias primas sobre la inflación, sólo puede perjudicar la competitividad de nuestras empresas exportadoras y, por tanto, el crecimiento futuro de la región. Alcanzando casi un 10%, la exposición en el euro de **Carmignac Investissement** se encuentra en estos momentos cercana a la de su índice de referencia MSCI World, situada en el 12%, mientras que con más del 36% la sobreponderación de **Carmignac Patrimoine** en el euro en comparación con su índice compuesto se encuentra cercana al 15%. Hemos notado que la ausencia total de exposición en el yen ha beneficiado a los dos Fondos, ya que la moneda japonesa ha cedido más del 3% durante el mes.

Renta fija

Nuestra prudencia con respecto a los mercados de renta fija ha demostrado ser acertada durante el mes. Si bien los rendimientos de los vencimientos cortos estadounidenses han permanecido bajos debido al activismo monetario de la Reserva Federal, los tipos a largo han subido, y más en Europa a pesar de una coyuntura menos favorable que la del otro lado del Atlántico. Así, el mercado ha sido testigo de reasignaciones en las carteras (pero no en las nuestras) hacia títulos de deuda de países periféricos, obviamente en detrimento de las inversiones refugio: la deuda pública alemana. Como consecuencia de ello, y a pesar de una subida de más de 50 puntos básicos en el bono a dos años alemán durante el mes, el índice de referencia de **Carmignac Sécurité** consigue mantenerse en equilibrio. Nuestro Fondo también lo

logra, aunque sin invertir en deuda griega, irlandesa y portuguesa, sino simplemente reduciendo la sensibilidad a los rendimientos mediante instrumentos a plazo en bonos alemanes.

De nuevo, la recuperación confirmada en Alemania y los Estados Unidos, las alzas de precios de las materias primas y las presiones inflacionistas en el universo emergente nos llevan a mantener una sensibilidad reducida a los rendimientos de la deuda (e incluso de cero en la curva estadounidense) durante las próximas semanas. Por el contrario, el sector de los bonos corporativos ha experimentado un buen comportamiento, sobre todo la parte de alto rendimiento que representa alrededor del 10% de los activos de **Carmignac Patrimoine**.

Renta variable

La renta variable de la zona euro y las Bolsas de Taipei y Moscú se encuentran entre los pocos mercados que registran rentabilidades positivas en euros al comienzo del primer mes del año. Por los motivos que mencionábamos en la introducción de este documento, no hemos participado en rotaciones sectoriales que han beneficiado a los valores financieros europeos y han penalizado los mercados emergentes y, en menor medida, las materias primas. Los resultados de las empresas estadounidenses durante el cuarto trimestre de 2010 han sido buenos; así, una gran mayoría de las empresas del S&P 500 que han anunciado sus resultados han superado incluso las previsiones de los analistas, tanto en ingresos como en beneficios. Nuestro recelo se circunscribe sobre todo a los sectores industriales, donde los precios de las materias primas podrían castigar los márgenes. Ya hemos analizado el caso de **Ford** en los Estados Unidos. Podríamos mencionar algunas empresas europeas, como es el caso de **Electrolux**, para las que la subida de los costes de las materias primas se superpone al efecto negativo de la apreciación de la moneda. En este contexto, continuamos favoreciendo el sector de las materias primas.

En lo que concierne a los mercados emergentes, la India y, en cierta medida, Indonesia, continúan siendo objeto de preocupación a corto plazo. Pero no conviene ceder demasiado rápido ante los movimientos a corto plazo y olvidar la perspectiva de un sólido crecimiento interno que estos países nos ofrecen si miramos un poco más allá. Frente a esta fragilidad temporal, consideramos que China, con una inflación controlada, ofrece una destacable oportunidad. El retraso de este universo de inversión no va a tardar mucho en desaparecer.

Nuestras temáticas de inversión ya han conocido durante el pasado periodos de peor rentabilidad relativa que han durado algunas semanas. Sin embargo, nos es imposible conciliar nuestras convicciones basadas en las grandes tendencias económicas mundiales a medio y largo plazo y sacrificar nuestra gestión ante los movimientos a corto plazo que salpican dichas tendencias. La gestión de los riesgos macroeconómicos no nos ha impulsado a dirigir ni siquiera una pequeña parte de nuestras inversiones hacia el sector financiero europeo, principal motor de la subida de los índices de la zona durante el mes de enero.

Materias primas

El mes de enero ha sido un periodo volátil para las materias primas, con importantes rotaciones entre sectores. A nivel mundial, la recuperación de la senda alcista a finales de mes ha permitido compensar en gran parte las recogidas de beneficios realizadas a principios del periodo. Este ha sido el caso del sector del oro, que ha sufrido el alza de los rendimientos de la renta fija y la caída de la intolerancia al riesgo (el índice de las minas de oro cede un 11,7% en dólares durante el mes). No obstante, a finales de mes el sector ha retomado las alzas por las incertidumbres geopolíticas. Mantenemos una asignación de activos cercana al 10% en este sector en las carteras internacionales y al 13% en **Carmignac Commodities**. El sector de la energía, y sobre todo el de los servicios petrolíferos (8,5% en dólares durante el periodo) ha contrastado con el movimiento de caída registrado en

este universo de inversión. La recuperación estadounidense ha tenido mucho que ver, pero no ha sido lo único. Las empresas del sector, afectadas durante un tiempo directa o indirectamente por la explosión del pozo de Macondo en el Golfo de México, están encontrando de nuevo en estos momentos el camino hacia el crecimiento. No olvidemos que la mitad de la capacidad adicional de producción de petróleo que debe conseguirse de aquí al 2020 está por descubrir o por explotar, y que la mitad de los descubrimientos se han realizado en aguas profundas. Consideramos que este sector encierra todavía un importante potencial, y representa el 16% de nuestros activos en renta variable internacional. **Carmignac Commodities** ha aumentado el peso de los sectores de la energía en más de un 46% de sus activos a principios del periodo.

Asignación de activos

Tras una rentabilidad más que aceptable durante el 2010, **los tres fondos Carmignac Profil Réactif** han sufrido por las recogidas de beneficios en nuestras grandes temáticas de inversión (materias primas y emergentes) y, en términos relativos, por la ausencia de los sectores más fuertes de la renta variable europea (bancos de los países periféricos).

A finales de mes, con los grandes índices cercanos a niveles técnicos importantes, hemos decidido reducir nuestra exposición a renta

variable al 70%, 46%, y 22% en los fondos **Profil Réactif 100, 75 y 50**, respectivamente. Nuestros Fondos de valores de pequeña y mediana capitalización no han experimentado comportamientos mejores ni peores que los otros segmentos, por lo que hemos mantenido invariable su ponderación en las asignaciones de activos. Al principio del periodo hemos tomado una posición compradora en el índice japonés Nikkei y la hemos conservado hasta ahora en los tres Fondos.

Rendimientos de los fondos

	Valor liquidativo	2010	1 año	3 años	5 años
CARMIGNAC INVESTISSEMENT A	8 560,27	-4,88 %	16,87 %	20,18 %	35,35 %
CARMIGNAC INVESTISSEMENT E	131,40	-4,93 %	16,02 %	16,43 %	
MSCI All Countries World Free (Eur)	218,60	-0,69 %	18,82 %	-2,04 %	-8,45 %
CARMIGNAC GRANDE EUROPE A	139,93	-2,54 %	13,32 %	-5,85 %	7,80 %
CARMIGNAC GRANDE EUROPE E	81,35	-2,60 %	12,39 %	-8,08 %	
DJ Stoxx 600	280,05	1,54 %	13,40 %	-13,07 %	-12,77 %
CARMIGNAC EURO-ENTREPRENEURS	181,74	-2,98 %	16,17 %	-0,85 %	10,25 %
DJ Stoxx 200 Small	183,22	0,04 %	21,34 %	1,72 %	5,19 %
CARMIGNAC EMERGENTS	683,46	-6,75 %	25,46 %	8,68 %	22,55 %
MSCI Emerging Markets Free (Eur)	189,02	-4,89 %	21,52 %	11,01 %	26,46 %
CARMIGNAC EMERGING DISCOVERY	1 094,30	-6,73 %	25,40 %	12,56 %	
Indice Carmignac Emerging Discovery (Eur)	105,27	-5,50 %	25,36 %	23,59 %	
CARMIGNAC INNOVATION	226,91	0,70 %	11,06 %	-17,54 %	-28,49 %
Indice Carmignac Innovation (Eur)	146,27	-0,39 %	13,20 %	12,22 %	-4,30 %
CARMIGNAC COMMODITIES	396,02	-2,91 %	45,31 %	17,22 %	55,74 %
Indice Carmignac Commodities (Eur)	359,88	-1,58 %	25,23 %	7,48 %	25,08 %
CARMIGNAC PATRIMOINE A	5 124,77	-2,66 %	4,49 %	25,53 %	34,18 %
CARMIGNAC PATRIMOINE E	131,99	-2,70 %	3,97 %	23,15 %	
50% MSCI AC World Free (Eur) + 50% Citigroup WGBI (Eur)	303,12	-1,43 %	12,48 %	17,52 %	13,34 %
CARMIGNAC EURO-PATRIMOINE	267,86	-4,37 %	3,18 %	-2,69 %	3,98 %
50% DJ Euro Stoxx 50 + 50% Eonia Capitalizado	128,42	2,91 %	3,41 %	-4,94 %	0,20 %
CARMIGNAC INVESTISSEMENT LATITUDE	217,07	-4,32 %	15,87 %	25,82 %	39,72 %
MSCI All Countries World Free (Eur)	218,60	-0,69 %	18,82 %	-2,04 %	-8,45 %
CARMIGNAC MARKET NEUTRAL	1 038,35	-5,25 %	2,69 %	-1,74 %	
Eonia Capitalizado	139,39	0,06 %	0,47 %	4,91 %	
CARMIGNAC PROFIL REACTIF 100	163,95	-3,93 %	16,47 %	-2,34 %	2,01 %
MSCI All Countries World Free (Eur)	218,60	-0,69 %	18,82 %	-2,04 %	-8,45 %
CARMIGNAC PROFIL REACTIF 75	183,80	-3,67 %	11,43 %	2,35 %	8,08 %
75% MSCI AC World Free (Eur) + 25% Citigroup WGBI (Eur)	110,54	-1,06 %	15,61 %	9,52 %	4,06 %
CARMIGNAC PROFIL REACTIF 50	156,59	-3,02 %	7,30 %	6,14 %	11,68 %
50% MSCI AC World Free (Eur) + 50% Citigroup WGBI (Eur)	120,13	-1,43 %	12,48 %	17,52 %	13,34 %
CARMIGNAC GLOBAL BOND	964,43	-0,99 %	4,22 %	-4,22 %	
JP Morgan GGB	463,38	-2,25 %	7,24 %	26,33 %	
CARMIGNAC SECURITE	1 533,03	0,00 %	2,33 %	15,21 %	22,85 %
Euro MTS 1-3 Y	154,62	0,04 %	0,71 %	10,58 %	18,28 %
CARMIGNAC CASH PLUS	10 351,48	-0,16 %	2,19 %	4,10 %	
Eonia Capitalizado	139,39	0,06 %	0,47 %	4,91 %	
CARMIGNAC COURT TERME	3 705,08	0,05 %	0,44 %	5,20 %	11,87 %
Eonia Capitalizado	139,39	0,06 %	0,47 %	4,91 %	12,45 %

Fuente: Morningstar a 31/01/11. El anuncio de rentabilidades pasadas no es promesa o garantía de rentabilidades futuras. El valor de su inversión está sujeto a fluctuaciones del mercado.



DESCUBRIDORES DE CRECIMIENTO

The Plaza - 65 Bd Grande Duchesse Charlotte - L-1331 Luxembourg
Tel: (+352) 46 70 60 1 - Fax: (+352) 46 70 60 30
www.carmignac.com