



Dr. House.

En esta nueva temporada, el genial especialista en diagnóstico se enfrenta a varios pacientes a la vez. Sus síntomas son numerosos, a veces incluso contradictorios. Su promiscuidad les provoca, en algunos casos, desafortunados contagios. Todos los tratamientos administrados hasta ahora por los diferentes médicos que los han tratado han tenido efectos secundarios indeseados y prácticamente no han servido más que para estabilizar temporalmente el estado de salud de los pacientes. La transfusión monetaria administrada por el Dr. Bernanke, la amarga pócima del Dr. Trichet, los antipiréticos del Dr. Subbarao (en la India) y Zhou (en China) son todos tratamientos locales cuyos efectos a largo plazo son difíciles de cuantificar y cuyas interacciones demuestran ser peligrosas para la salud general. ¿Cómo conservar la salud en este entorno complejo y contaminado? Esta es la tarea a la que se enfrenta, día tras día, el irreverente y a veces controvertido Dr. House con la ayuda de su equipo de especialistas. Repasemos la situación actual.

El Dr. Bernanke sigue siendo prudente respecto al estado de salud de los Estados Unidos. Por tanto, la retirada de la transfusión monetaria no debería traducirse en un considerable endurecimiento de las condiciones de liquidez en el sistema financiero. La Fed sigue preocupada por el nivel de desempleo (que debe achacarse a la baja tasa de participación) y por el sector inmobiliario/construcción, que no muestra aún signos de estabilización. Por consiguiente, el escenario más probable parece ser una política de tipos cero y el mantenimiento del balance de la Fed en los niveles de finales de junio. Al mismo tiempo, los indicadores adelantados que seguimos indican una ralentización del crecimiento estadounidense a partir del segundo semestre; un crecimiento que no podrá contar con el apoyo de la administración Obama, ya que los fusileros de Standard and Poor's les han dado a los demócratas y a los republicanos carta blanca para que se centren en la reducción del déficit y la estabilización futura de la deuda pública estadounidense. Tanto allí como aquí, en Europa, la austeridad presupuestaria llama a la puerta.

El crecimiento ya ha sido decepcionante durante el primer trimestre (+1,8% en tasa interanual tras +3,1% en el cuarto trimestre de 2010), aunque la Reserva Federal sigue pronosticando un crecimiento del 3,2% para el 2011. A pesar de la revisión a la baja respecto a las previsiones anteriores, aún resulta optimista. ¿Demasiado optimista? Como dice claramente el jefe de Caterpillar, Doug Oberhelman, cuya empresa registró durante el primer trimestre un rebote del 63% en las ventas frente al 1er trimestre de 2010: «En los Estados Unidos se está produciendo una recuperación muy lenta que parte de un nivel muy bajo». Dicho de otro modo, el efecto que producen los estímulos monetarios y fiscales sobre la economía real es limitado. Esto es, además, lo que confirman los bancos: poca disposición a dar préstamos, pero también la demanda de crédito se mantiene muy baja. De este modo, los bancos, que en su totalidad han empezado a revisar a

la baja sus previsiones de crecimiento para la economía estadounidense, han comprado durante las últimas siete semanas bonos del Tesoro de EE.UU. por valor de 65.000 millones de dólares, una cantidad que no se había dado desde hacía nueve meses.

Traducidos en términos de posología para nuestra asignación de activos, esta perspectiva nos ha llevado a elevar nuestra cobertura frente al dólar en los fondos de renta variable internacional, cobertura que a finales de abril era íntegra. Esta cobertura se ha iniciado tarde y no ha permitido inmunizar completamente a nuestros fondos frente a la erosión que sufre el billete verde desde principios de año. Por el contrario, durante el mes pasado ha contribuido a la mejor rentabilidad de **Carmignac Investissement** y **Carmignac Patrimoine** frente a sus respectivos índices de referencia. Esta erosión del dólar es general, como lo atestigua la caída del *dollar index*, que representa el valor de la moneda estadounidense frente a una cesta de divisas, y ha sido especialmente pronunciada frente al euro, que se ha revalorizado frente al billete verde un 4,5% durante el mes y un 10,6% desde el principio del año.

Pero seamos prudentes. Si a corto plazo la subida de la moneda única es un medio para limitar los efectos inducidos de la subida de las materias primas, también es, en el contexto que conocemos, más un veneno que una medicina. Sé bien que nuestra cautela, nuestro recelo frente a la economía europea, nos ha llevado desde principios de año a abandonar —erróneamente— las inversiones en renta variable de la zona del euro, lo que ha tenido como consecuencia una peor rentabilidad relativa de nuestros fondos. ¿Podemos tranquilizarnos admirando un mes tras otro la extraordinaria evolución de la economía alemana y pensar que ella sola bastará para tirar del carro de los países más retrasados? La cuarentena de las economías periféricas, ¿nos pone definitivamente a salvo ./..

de contagio? No es eso lo que prevemos. El déficit portugués va a tener que pasar, según el tratamiento prescrito por el Dr. Strauss-Khan, del 6% del PIB este año al 3% en 2013, el de Grecia de cerca del 8% de este año, a menos del 5% en 2013, y el de Irlanda, del 10% del PIB a día de hoy, al 7,5% en menos de dos años. Difícilmente se podría encontrar una mejor definición de lo que es una verdadera cura de adelgazamiento: reformas estructurales, reducción de los gastos fiscales, privatizaciones... la receta es larga.

No obstante, el peso de la deuda permite ya augurar la insolvencia de Grecia y de Irlanda. ¿Cuáles serán las consecuencias de una reestructuración de estas deudas en el conjunto de los mercados de activos de la zona? Muy avisado tiene que ser quien, a día de hoy, pueda responder a esta pregunta. Por nuestra parte, hemos decidido minimizar este riesgo y creemos que ustedes tendrían todo el derecho a reprocharnoslo si, dado el caso, nos viéramos atrapados en ese *maelstrom*. Destacamos que, para solucionar todo esto, el buen Dr. Trichet nos va a administrar otro supositorio, la subida de los tipos, que ha iniciado este mes y que parece ser que va a proseguir, para adaptar las condiciones monetarias al entorno económico alemán, que dicho sea de paso, justifica totalmente tipos más elevados. Que esto no convenga a los hogares españoles, que se han endeudado, a veces a 50 años, a tipos variables y por tanto indexados al tipo de referencia del BCE, parece no ser el problema del Dr. Trichet. Tampoco contamos con que el Dr. Draghi abandone esta línea cuando suceda al Dr. Trichet. En este entorno, y con un desfase en el ciclo, podemos pensar justificadamente que la futura inflexión del crecimiento estadounidense afectará al crecimiento europeo, ya bastante débil en lo que se refiere a las economías llamadas «periféricas».

La transfusión monetaria del Dr. Bernanke, y la garantía de mantenimiento de los tipos a cero durante un periodo indefinido, han hecho que también le suba la fiebre a las economías emergentes. Un fuerte crecimiento de entre el 6% y el 11% en numerosas economías emergentes es, por sí mismo, fuente de tensiones inflacionistas que provienen de un exceso de demanda, un exceso de crédito o de la insuficiencia de la oferta y los cuellos de botella. Es legítimo y el tratamiento indicado es conocido. Estas tensiones se han visto acentuadas por la

subida temporal de los precios de los alimentos como consecuencia de los daños causados por el paso de La Niña. No obstante, las condiciones monetarias en los EE.UU. han amplificado estas tensiones inflacionistas de dos maneras: provocando el famoso *carry trade*, y generando mediante la caída del dólar una fuerte subida del conjunto de las materias primas. Los bancos centrales de China, la India, Brasil o de otros lugares han tomado las medidas necesarias.

La medicina china del Dr. Zhou es un coctel de subidas de los tipos de interés y del nivel de reservas obligatorias en los bancos. El sector de la construcción (especialmente en el segmento de gama alta) debe ralentizarse. También se van a escalar los grandes proyectos de infraestructuras (especialmente la red ferroviaria). Seguimos pensando que el pico de inflación en estos países está muy cerca. En China, para servirnos del ejemplo más importante, creemos que en junio será del 5,8% anual, mientras

que los tipos de referencia a 1 año están a 3,25% y 6,31% respectivamente para los depósitos y para los préstamos. En el momento que se constate dicho máximo, los bancos centrales deberían señalar el fin del endurecimiento de sus políticas monetarias.

Entonces, los mercados emergentes deberían retomar su trayectoria de rentabilidades superiores. De este modo, nuestro optimismo en relación con el crecimiento interno de estas economías no se ha visto recompensado debido al temor a una inflación mal controlada. Ir por delante del mercado no es la mejor manera de obtener una rentabilidad superior a corto plazo. Pero seguimos convencidos de que este universo esconde una considerable reserva de valor. Los resultados de las empresas de nuestra cartera en esos mercados apoyan este punto de vista. Por tanto, a muy corto plazo, hemos creído prudente reducir ligera y temporalmente nuestra exposición a la renta variable emergentes mediante posiciones cortas sobre los índices indio y coreano.

En resumen:

En cuanto al diagnóstico económico, una batería de indicadores adelantados apunta hacia un giro a la baja del crecimiento económico estadounidense que, desde el final de la primavera, estará menos estimulado tanto en el plano monetario como en el presupuestario, dado que los Estados Unidos se han visto en la necesidad de controlar su déficit y su endeudamiento. Europa, que tendrá menos apoyo del crecimiento estadounidense, está en plena cura de austeridad. La economía alemana debería seguir mostrando una resistencia que envidian todos los demás países, pero el dinamismo de sus exportaciones podría verse afectado por el débil crecimiento futuro de sus vecinos (incluso recesión para algunos), que sufrirán mayor castigo cuanto más suba el BCE los tipos de interés. El pico de inflación de las economías emergentes se espera para principios de verano y su consecuencia será la suspensión del endurecimiento monetario en curso. El dinamismo de la demanda interior seguirá siendo robusto impulsado por el consumo de una creciente población de clase media.

En cuanto a la prescripción médica para las carteras, a corto plazo hay que mantener la prudencia respecto al dólar, aunque sin aplicar una cobertura total, y una ligera reducción de la exposición a la renta variable emergente. Una reducción progresiva de los componentes más cíclicos de las carteras como preparación ante la ralentización de las economías desarrolladas. A medio plazo, una exposición sostenida al consumo interno de las economías emergentes, vigilancia de la paridad euro/dólar y una visión un poco más optimista que a principios de año de los mercados de renta fija.

De este modo, habremos comprendido que el diagnóstico es siempre algo complicado, especialmente cuando ciertos síntomas o medicamentos administrados ocultan enfermedades más peligrosas o, al contrario, producen efectos secundarios que esconden la buena salud subyacente del paciente. Nuestra visión del mercado a corto plazo ha sido expuesta a duras pruebas estos últimos tiempos. En nuestra opinión, no es razón suficiente para desestimar nuestro diagnóstico. Algunos tratamientos tardan más tiempo en surtir efecto. Apostamos por que tendrán también efectos más duraderos.

Eric LE COZ

Redactado el 5 de mayo de 2011

Las divisas

Según recordábamos en el editorial de esta carta, a lo largo de este mes el dólar se ha debilitado sensiblemente frente a todas las monedas. Si bien se reforzó la cobertura durante el periodo, no ha sido por el optimismo frente a la salud de la zona del euro y seguiremos vigilantes respecto a los principales elementos económicos que pudieran hacernos modificar esta posición, como sería un repunte importante de la creación de empleo en Estados Unidos y en Europa, una reestructuración de la deuda irlandesa, una eventual crisis febril en los CDS (*Credit Default Swaps*) españoles y, de forma general, una intolerancia al riesgo cuando los mercados

tomen conciencia de la ralentización de las economías de los países desarrollados.

En conjunto, las monedas emergentes han mostrado una buena trayectoria, lo que ha permitido a **Carmignac Global Bond** anotarse una rentabilidad neta superior a la de su índice. Pensamos que es necesario ser un poco prudentes con algunas de estas monedas, como el real brasileño, la rupia india y especialmente la libra turca. Hemos iniciado temporalmente una reducción de nuestra exposición a estas monedas en algunos de nuestros fondos que estaban expuestos a ellas.

Renta fija

La subida de 25 puntos básicos de los tipos de referencia del BCE no ha castigado a los mercados de renta fija (hablamos, en este caso, de la deuda alemana). Efectivamente, la curva se ha aplanado al mismo tiempo como signo de aquiescencia a la vigilancia del BCE respecto a la inflación y, sin duda, en previsión del freno que ese endurecimiento monetario ejercerá sobre la recuperación económica de la zona del euro. De este modo, la deuda alemana a 2 años permanece estable y los tipos a 10 años ceden 11 puntos básicos y llegan al 3,24%. Al otro lado del Atlántico, tranquilizados por los anuncios del Sr. Bernanke, la caída de la deuda pública ha sido más pronunciada. Así, la deuda a 2 años se deja 22 puntos básicos hasta el 0,60% y la deuda a 10 años cae 18 puntos básicos hasta el 3,29%. Señalemos que la ampliación de los *spreads* a 2 años entre Estados

Unidos y Europa a favor del euro ha contribuido a la debilidad del dólar en este periodo.

La esfera de la deuda corporativa se ha visto poco influida por la crisis de solvencia de los estados europeos periféricos. Como ejemplo, el descenso que ha tenido lugar en el sector de la deuda subordinada de entidades financieras, cuyo *spread* ha caído de 265 a 227 puntos básicos durante el mes.

Según nuestro escenario económico de ralentización gradual del crecimiento mundial, y lo que anunciamos en los informes trimestrales de finales de marzo, hemos aumentado las sensibilidades de nuestras carteras de renta fija que, a fin de mes, se establecían en el 4,1 para **Carmignac Patrimoine**, 5,55 para **Carmignac Global Bond** y 1,3 para **Carmignac Sécurité**.

Renta variable

El mes de abril ha estado marcado por la volatilidad del mercado de renta variable. Los grandes índices de los países desarrollados han ganado terreno, optimistas por los resultados de las empresas y por la aparente buena noticia del mantenimiento de una liquidez elevada en la esfera financiera. En este punto, el Sr. Bernanke, tal como hiciera en su momento el Sr. Greenspan, no ha decepcionado a los amantes del *carry trade*. No podemos dejar de mencionar la satisfacción de ver cómo las empresas, tanto en Europa como en Estados Unidos o en el universo emergente, nos dan buenas noticias. La pregunta que cabe hacerse en este momento del ciclo, y en virtud del escenario económico que describimos en el editorial de la carta, es estimar el potencial de sorpresa o de revisión al alza de los resultados para el segundo semestre y para el 2012. Sobre la base de las valoraciones actuales, estimamos

que el riesgo relativo en los mercados emergentes vuelve a ser más atractivo. El crecimiento previsto de los beneficios entre 2011 y 2012, tal y como lo reflejan el S&P y el Eurostoxx, es de 13% para el primero y de 11% para el segundo. ¿Se materializarán estos crecimientos? ¿Qué potencial de sorpresa positiva queda? Creemos que se impone un poco de prudencia respecto a los niveles alcanzados a finales de mes por estos índices internacionales.

En cuanto a la renta variable europea, remarcamos la incorporación a la cartera de Commerzbank, con una cotización muy baja, y de la rusa Sberbank. En cuanto a la renta variable internacional, hemos recomprado dos valores japoneses durante este periodo, Fanuc en robótica y Komatsu en equipamiento minero y de obras.

Materias primas

Las rentabilidades de los diferentes subsectores de los recursos naturales han sido muy heterogéneas durante este mes. En dólares, para eliminar el efecto cambiario, el índice de las minas de oro gana un 3,4% mientras que los servicios petrolíferos ceden un 2,5%. En euros, los dos índices ceden, respectivamente, un 1,1% y un 6,7%. El único sector que ha resistido es el de los metales básicos, que sólo cae un 0,4% en euros. La inflexión de los indicadores adelantados de la economía estadounidense y la necesidad de un endurecimiento monetario más importante y perdurable de las economías emergentes explican esta gran volatilidad. Así, **Carmignac Commodities** ha sufrido a causa de la importante ponderación de la energía y los servicios petrolíferos. En minas de oro, la cartera ha cerrado por debajo de su índice de referencia, pero el peso del sector se ha visto reforzado durante el mes con la incorporación de **Eldorado Gold**, **Goldcorp** y **Rangold**. En metales básicos, la oferta de adquisición de la que ha sido objeto **Equinox Minerals** en el sector del cobre ha hecho rebotar este valor cerca de

un 40%. Es evidente que hoy en día la visibilidad de las perspectivas macroeconómicas se ha deteriorado a corto plazo. En energía, la relativa calma de la demanda estadounidense, que debería ser la consecuencia de la ralentización futura, será compensada casi por completo por la dinámica de la demanda de los países emergentes. Al mismo tiempo, los acontecimientos de Oriente Medio dejan la capacidad de sustitución disponible más baja que nunca. En cuanto a los metales, las existencias de cobre han seguido aumentando en el LME (London Metal Exchange), pero esta subida no se confirma en las existencias de Shanghái, que permanecen estables. La única dificultad que nos lleva a ser un poco más prudentes a muy corto plazo es que las acciones de las empresas sólo han replicado en parte la subida del precio de las materias primas subyacentes durante las últimas semanas; en este sentido, la equiparación se produce a menudo por el retroceso de las materias primas físicas más que por la subida de los valores. Sin embargo, esto no cuestiona nuestra convicción a medio/largo plazo en estos sectores.

Asignación de activos

Los Fondos de fondos han decepcionado este mes de abril. A finales del trimestre pasado, después de que los mercados emergentes y las materias primas hubieran retomado el camino de las rentabilidades superiores frente a los mercados desarrollados, el peso de estas temáticas se había reforzado en la asignación de activos. Ha sido un movimiento en falso, ya que aquellos han vuelto a comportarse mal al final del periodo. La adecuada cobertura de las inversiones en dólares no ha sido suficiente para compensar por ella misma la inferior rentabilidad consecuencia de la asignación

de activos, ni la debida a la rentabilidad inferior de algunos de nuestros fondos frente a sus índices.

Por las razones señaladas en el editorial de la carta, un posicionamiento firme en nuestras convicciones a largo plazo ha demostrado ser una táctica desfavorable a corto plazo. Por tanto, en las próximas semanas se necesita más prudencia, mientras esperamos que los datos macroeconómicos confirmen nuestra orientación.

Rendimientos de los fondos

| | Valor liquidativo | 2011 | 1 año | 3 años | 5 años |
|--|-------------------|----------------|----------------|-----------------|-----------------|
| CARMIGNAC INVESTISSEMENT A | 8 536,03 | -5,14 % | 3,57 % | 13,84 % | 29,59 % |
| CARMIGNAC INVESTISSEMENT E | 130,79 | -5,38 % | 2,81 % | 10,28 % | |
| <i>MSCI All Countries World Free (Eur)</i> | <i>214,84</i> | <i>-2,39 %</i> | <i>4,07 %</i> | <i>-2,29 %</i> | <i>-10,92 %</i> |
| CARMIGNAC GRANDE EUROPE A | 138,64 | -3,43 % | 6,01 % | -10,18 % | -2,12 % |
| CARMIGNAC GRANDE EUROPE E | 80,45 | -3,68 % | 5,19 % | -12,30 % | |
| <i>DJ Stoxx 600</i> | <i>283,79</i> | <i>2,89 %</i> | <i>9,19 %</i> | <i>-12,17 %</i> | <i>-15,66 %</i> |
| CARMIGNAC EURO-ENTREPRENEURS | 178,55 | -4,68 % | 8,40 % | -11,89 % | -3,73 % |
| <i>DJ Stoxx 200 Small</i> | <i>188,33</i> | <i>2,83 %</i> | <i>13,81 %</i> | <i>2,49 %</i> | <i>-0,21 %</i> |
| CARMIGNAC EMERGENTS | 687,83 | -6,16 % | 10,96 % | 8,30 % | 15,06 % |
| <i>MSCI Emerging Markets Free (Eur)</i> | <i>187,94</i> | <i>-5,44 %</i> | <i>5,79 %</i> | <i>6,04 %</i> | <i>21,47 %</i> |
| CARMIGNAC EMERGING DISCOVERY | 1 058,56 | -9,78 % | 8,25 % | 5,76 % | |
| <i>Indice Carmignac Emerging Discovery (Eur)</i> | <i>102,87</i> | <i>-7,66 %</i> | <i>6,04 %</i> | <i>19,89 %</i> | |
| CARMIGNAC INNOVATION | 221,94 | -1,50 % | 0,71 % | -20,54 % | -31,13 % |
| <i>Indice Carmignac Innovation (Eur)</i> | <i>142,28</i> | <i>-3,11 %</i> | <i>0,73 %</i> | <i>12,19 %</i> | <i>-5,91 %</i> |
| CARMIGNAC COMMODITIES | 385,81 | -5,42 % | 19,18 % | 5,99 % | 36,77 % |
| <i>Indice Carmignac Commodities (Eur)</i> | <i>359,90</i> | <i>-1,58 %</i> | <i>10,22 %</i> | <i>-0,54 %</i> | <i>22,14 %</i> |
| CARMIGNAC PATRIMOINE A | 5 068,50 | -3,73 % | -0,23 % | 22,02 % | 30,75 % |
| CARMIGNAC PATRIMOINE E | 130,38 | -3,88 % | -0,73 % | 19,76 % | |
| <i>50% MSCI AC World Free (Eur) + 50% Citigroup WGBI (Eur)</i> | <i>294,55</i> | <i>-4,21 %</i> | <i>1,85 %</i> | <i>16,67 %</i> | <i>11,17 %</i> |
| CARMIGNAC EURO-PATRIMOINE | 272,94 | -2,56 % | 4,91 % | 0,61 % | -0,38 % |
| <i>50% DJ Euro Stoxx 50 + 50% Eonia Capitalizado</i> | <i>129,81</i> | <i>4,03 %</i> | <i>3,77 %</i> | <i>-4,79 %</i> | <i>-1,02 %</i> |
| CARMIGNAC INVESTISSEMENT LATITUDE | 211,61 | -6,73 % | 0,31 % | 16,30 % | 32,20 % |
| <i>MSCI All Countries World Free (Eur)</i> | <i>217,17</i> | <i>-2,39 %</i> | <i>4,07 %</i> | <i>-2,29 %</i> | <i>-10,92 %</i> |
| CARMIGNAC MARKET NEUTRAL | 1 047,86 | -4,38 % | -2,02 % | -0,85 % | |
| <i>Eonia Capitalizado</i> | <i>139,50</i> | <i>0,25 %</i> | <i>0,57 %</i> | <i>4,05 %</i> | |
| CARMIGNAC PROFIL REACTIF 100 | 155,91 | -8,64 % | 1,21 % | -10,06 % | -6,82 % |
| <i>MSCI All Countries World Free (Eur)</i> | <i>214,84</i> | <i>-2,39 %</i> | <i>4,07 %</i> | <i>-2,29 %</i> | <i>-10,92 %</i> |
| CARMIGNAC PROFIL REACTIF 75 | 176,50 | -7,50 % | 0,04 % | -3,49 % | 0,52 % |
| <i>75% MSCI AC World Free (Eur) + 25% Citigroup WGBI (Eur)</i> | <i>108,03</i> | <i>-3,30 %</i> | <i>2,96 %</i> | <i>9,00 %</i> | <i>1,65 %</i> |
| CARMIGNAC PROFIL REACTIF 50 | 151,49 | -6,17 % | -0,82 % | 1,36 % | 5,78 % |
| <i>50% MSCI AC World Free (Eur) + 50% Citigroup WGBI (Eur)</i> | <i>116,74</i> | <i>-4,21 %</i> | <i>1,85 %</i> | <i>16,67 %</i> | <i>11,17 %</i> |
| CARMIGNAC GLOBAL BOND | 956,99 | -1,75 % | -1,63 % | -2,75 % | |
| <i>JP Morgan GGB</i> | <i>444,29</i> | <i>-6,27 %</i> | <i>-0,17 %</i> | <i>24,80 %</i> | |
| CARMIGNAC SECURITE | 1 541,28 | 0,54 % | 1,73 % | 16,23 % | 23,45 % |
| <i>Euro MTS 1-3 Y</i> | <i>153,71</i> | <i>-0,55 %</i> | <i>-0,34 %</i> | <i>9,82 %</i> | <i>17,64 %</i> |
| CARMIGNAC CASH PLUS | 10 426,76 | 0,57 % | 1,95 % | 2,77 % | |
| <i>Eonia Capitalizado</i> | <i>139,66</i> | <i>0,25 %</i> | <i>0,57 %</i> | <i>4,05 %</i> | |
| CARMIGNAC COURT TERME | 3 711,51 | 0,23 % | 0,53 % | 4,37 % | 11,52 % |
| <i>Eonia Capitalizado</i> | <i>139,66</i> | <i>0,25 %</i> | <i>0,57 %</i> | <i>4,05 %</i> | <i>11,97 %</i> |

Fuente: Morningstar a 30/04/11. 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