

Perspectivas económicas y estrategia de inversión para el segundo trimestre de 2011

I - Perspectivas económicas

► La ralentización cíclica de la actividad económica comienza a tomar forma en los Estados Unidos

La recuperación cíclica observada desde mediados de 2009 parece haber hecho olvidar que, si no se facilita el proceso mediante una política económica adecuada, la reducción del sobreendeudamiento puede ser un proceso deflacionista gravoso y potencialmente muy lento. En este sentido, aumenta cada vez más la presión en los Estados Unidos a favor del retorno inmediato del rigor presupuestario y, simultáneamente, de una política monetaria menos expansionista. El final de las inyecciones de liquidez de la Fed que tendrá lugar en junio y la perspectiva de un presupuesto menos favorable para el crecimiento podrían sumarse a los efectos deflacionistas de las alzas de los precios del petróleo, así como a una posible ralentización cíclica que ha sido señalada por numerosos indicadores adelantados de actividad. Por fortuna, las llamadas a reducir los estímulos por parte de las autoridades podrían ser contrariadas. En el plano presupuestario, las próximas elecciones presidenciales estadounidenses podrían incitar a la contención hasta finales de 2012. En relación a la política monetaria, el escepticismo mostrado por el presidente de la Fed respecto al estado de salud de la economía estadounidense garantiza una normalización monetaria cuando menos muy progresiva, aunque el final de las inyecciones de liquidez a finales de junio se considera prácticamente un hecho.

► En Europa, el endurecimiento monetario del BCE va a pesar más sobre los países más débiles de la zona del euro

El crecimiento actual hace pensar a los mercados que las medidas tomadas recientemente en favor de los países debilitados bastarán para hacer salir a la zona del euro de la crisis. La voluntad política a favor del proyecto europeo es evidente, pero ¿lograrán sobrevivir las cuentas públicas de los miembros que están siendo rescatados, y la propia voluntad política, a la ralentización cíclica en marcha, a la subida de los tipos de interés del BCE que ha debilitado a España un poco más, al alza del euro que aumenta el riesgo deflacionista en todas partes de Europa, excepto en Alemania, y a unos precios del petróleo que no bajarán de forma rápida? Nosotros albergamos dudas. Aunque los riesgos que se ciernen sobre las economías desarrolladas no implican amenazas inmediatas, sí son numerosos. La proximidad del final de la segunda ronda de “quantitative easing” podría llevar a los inversores a descontar esta circunstancia en sus valoraciones de los mercados bursátiles desarrollados.

► La cuestión de la inflación se encuentra en vías de resolución en los países emergentes

Los países emergentes no tienen que hacer frente a la problemática de la retirada de los estímulos presupuestarios y monetarios. Por el contrario, parece que el final de la segunda ronda de “quantitative easing” en los Estados Unidos reducirá las presiones inflacionistas importadas y allanará el terreno para sus políticas monetarias y de divisas. Las subidas de los tipos de interés que todavía han de producirse no tendrán que luchar con tanta presión en forma de entradas de capital extranjero no deseadas y eso garantiza que la lucha contra la inflación será más eficaz, mejorada por una apreciación controlada de sus divisas. De la misma manera, los efectos inflacionistas sobre el precio de los

productos agrícolas derivados del fenómeno meteorológico denominado «La Niña» se van a atenuar progresivamente gracias a la aparición de efectos de base favorables durante los próximos meses. Más allá de cualquier nueva perturbación en el suministro del petróleo, el problema de la inflación también parece estar resolviéndose en los países emergentes, ya que la ralentización prevista en las economías desarrolladas contribuirá a reducir la presión sobre los precios de las materias primas industriales.

► **Los países emergentes continúan inmersos en una dinámica de crecimiento más centrada en la demanda interna**

Al contrario que los países desarrollados, los países emergentes permanecen dentro su propio ciclo económico, que no está lastrado por el exceso de endeudamiento. En nuestra hipótesis básica, la inflación no romperá el dinamismo de los países emergentes, aunque sí se estabilizará sobre niveles superiores a los anteriores a la crisis de 2008. Por otro lado, el riesgo de contagio de una posible ralentización a los países emergentes por parte de los desarrollados en ningún caso será comparable con la experiencia de 2008, ya que ésta fue especialmente severa con las economías y los mercados emergentes debido al menos a tres razones. En primer lugar, en 2008 se produjo un brutal agotamiento de la liquidez a escala mundial que lógicamente afectó más a las zonas y activos considerados como de mayor riesgo. En segundo lugar, las exportaciones hacia los mercados desarrollados —en crisis— eran el gran motor de crecimiento para varios países emergentes, aunque esta situación ha cambiado ya; así, se prevé que la contribución neta de las exportaciones netas chinas al PIB sea nula durante los dos próximos años. Por último, las Bolsas de los países emergentes habían batido a los mercados desarrollados durante diez años de manera continuada. Hoy, la mayoría de los mercados emergentes, con China a la cabeza, salen de un periodo de menores rentabilidades relativas y parecen menos vulnerables.

► **Los riesgos se concentran en los países desarrollados**

En la situación actual, la balanza de los riesgos es claramente desfavorable a los países desarrollados. La recuperación de los países desarrollados es frágil, mientras que el control de la inflación en los países emergentes parece no depender más que de la volatilidad de los precios del petróleo. La situación actual nos hace mantener nuestra confianza en las economías emergentes y en las inversiones en los países desarrollados que estén expuestos al dinamismo de los emergentes o bien cuenten con rasgos defensivos.

II - Estrategia de inversión

I - Renta variable internacional

► Las inversiones expuestas a la elevación del nivel de vida en los países emergentes se han reforzado

Tras un trimestre ciertamente difícil para los países emergentes, pretendemos aprovechar las oportunidades que la baja rentabilidad de la bolsa china durante los últimos meses ha creado en este sector; por otro lado, consideramos que el final del endurecimiento monetario está cerca. Así, las inversiones relacionadas con la mejora del nivel de vida en los países emergentes se han reforzado ligeramente, pasando de un 33,4% en el trimestre anterior a un 34,1% de los activos de Carmignac Investissement. Las principales compras se han centrado en nuestros valores financieros chinos: China Life Insurance, Industrial and Commercial Bank of China y China Construction Bank. En contraste con lo anterior, hemos reducido nuestras posiciones en la India y Turquía, los dos mercados que mayor vulnerabilidad muestran a los elevados precios del crudo, en concreto vendiendo Bahrat Heavy y Garanti Bankasi.

► Hemos optado por recoger beneficios en algunas posiciones del sector de las materias primas

Hemos materializado las ganancias que acumulábamos en algunas empresas del sector de las materias primas, que pasa de un 12,4% a un 9,3% de los activos de Carmignac Investissement. Las alzas de los precios del crudo, junto con la perspectiva del final de la segunda ronda de “quantitative easing” en EE.UU., nos han llevado a reducir nuestras posiciones más vulnerables a una combinación de: empeoramiento de la coyuntura económica y reducción, incluso ligera, de la liquidez. Sin embargo, creemos que no sería conveniente salir por completo de este sector, dado que resulta estratégico para el crecimiento de los países emergentes.

► La ponderación del sector de la energía ha permanecido estable

Con un 15,6% de los activos de Carmignac Investissement, el sector energético ha permanecido estable. El aumento de la demanda de suministro de energías fósiles y los obstáculos al crecimiento de la producción a largo plazo son tendencias persistentes. Tras la catástrofe de Fukushima, hemos tomado una posición en Woodside Petroleum, un productor de gas australiano que debería beneficiarse de un previsible fuerte crecimiento de las importaciones niponas de gas, y en Uranium One, un prometedor grupo minero cuya cotización ha experimentado caídas que, a nuestro juicio, han sido excesivas. Por el contrario, hemos recogido beneficios en nuestros principales valores petrolíferos: Schlumberger, National Oilwell, y Transocean, aunque también en el productor Anadarko tras su excelente recuperación después de la catástrofe del pozo Macondo.

► Ante los desórdenes monetarios, nuestras posiciones en el sector del oro conservan su condición de refugio

La ponderación de las minas de oro se ha reducido en un 1%, desde un 12,3% a un 11,3% de los activos de Carmignac Investissement. Mantenemos toda nuestra confianza en este sector, el cual representa un refugio ahora más que nunca frente a los desórdenes monetarios y los problemas de deuda pública que aumentan y se extienden.

► Se ha reducido el peso del crecimiento estadounidense en la cartera

Con el objetivo de ajustar nuestras previsiones de ralentización coyuntural, hemos reducido nuestra exposición al crecimiento de la economía estadounidense a un 6,1% de los activos de Carmignac Investissement, principalmente

mediante la reducción de las posiciones en valores bancarios (Citigroup y Mastercard). Por otro lado, la innovación gana terreno en nuestra asignación con un 15,1% de los activos, mientras que los valores defensivos se han mantenido estables (4,9%).

► Hemos reducido nuestra exposición al dólar

La gestión de nuestra exposición a las divisas nos ha llevado a cubrir parcialmente nuestros activos en dólares (52%, incluidas las divisas asimiladas) en Carmignac Investissement. Teniendo en cuenta los elementos que amenazan la paridad del euro frente al dólar, seguimos vigilando con atención los factores que puedan invertir la tendencia alcista sobre el euro.

II - Motores de rentabilidad de la renta fija

► Nuestra asignación a bonos corporativos sigue teniendo un papel protagonista

Nuestra asignación a bonos corporativos se ha mantenido prácticamente estable, con un 34% de los activos de Carmignac Patrimoine. Tal y como anunciamos el trimestre pasado, la cartera de deuda corporativa ha resistido bien ante las dinámicas negativas que afectan a los activos de renta fija. Hemos retocado nuestra estrategia para este trimestre con bonos poco sensibles al riesgo de subida de los tipos (vencimientos cortos) y que se benefician de una prima de riesgo elevada. Los fundamentales siguen brindando un importante apoyo a nuestro enfoque: continúa la reducción del endeudamiento por parte de las empresas, el cual conduce a una mejora de su calificación. Durante los próximos meses, la contribución al rendimiento de la deuda corporativa debería seguir mejorando, especialmente por una estabilización de los tipos de interés que debería compensar con creces el efecto de la ralentización coyuntural que prevemos.

► El peso de la deuda pública de los países desarrollados se ha recortado

Hemos reducido el porcentaje de deuda pública de los países desarrollados de un 6,6% a un 3% de los activos de Carmignac Patrimoine. El problema de la solvencia de los estados más débiles de la zona del euro nos mantiene alejados de la deuda pública de los países de la periferia europea. En el trimestre anterior, las perspectivas de subida de los tipos de interés nos han llevado a liquidar el conjunto de nuestras inversiones en deuda pública alemana a 10 años, además de deuda estadounidense y británica. No obstante, más adelante, a medida que aumente la desaceleración del ciclo económico, podrían rebajarse las tensiones sobre los tipos de interés alemanes; en este sentido, el ajuste al alza de los tipos a corto plazo ya ha tenido lugar. Durante las próximas semanas intentaremos aprovechar las oportunidades que nos ofrezca el mercado para elevar el peso de esta clase de activos en nuestras inversiones.

► La deuda pública de los países emergentes representa el 8,2% de los activos

La ponderación de la deuda pública de países emergentes en Carmignac Patrimoine representa el 8,2% de los activos, con un 6,7% invertido en deuda denominada en divisa local. El estado de las finanzas públicas de los países emergentes justifica un aumento de nuestra asignación. Europa del Este, un tanto abandonada en 2010, ofrece oportunidades a la vista de los recientes ajustes que han realizado algunos países de esta zona.

Relaciones con la prensa:

CARMIGNAC GESTION

Agnès Séverin

Tfno.: + 33 1 70 38 56 85

aseverin@carmignac.com

Josipa FINK

Tfno.: +33 1 70 92 33 74

jfink@carmignac.com

GRUPO ALBIÓN

Catherine DÉOUX

Tfno.: +34 91 531 23 88

carmignac@grupoalbion.net

Acerca de Carmignac Gestion

Carmignac Gestion, fundada en 1989 por Edouard Carmigna, figura en la actualidad entre los principales sociedades de gestión independientes de Europa. Los directivos y empleados ostentan la titularidad de la totalidad del capital social. La distribución del accionariado refleja la independencia de la sociedad y el espíritu emprendedor de sus colaboradores. Este valor fundamental garantiza la libertad indispensable para la existencia de una gestión eficiente y reconocida.

Carmignac Gestion, que gestiona activos por un valor de más de 50.000 millones de euros, ha desarrollado una oferta completa integrada por 18 OICVM correspondientes a las clases de activos de renta variable, de renta fija y diversificados, así como una oferta de gestión bajo mandato que responde adecuadamente a las expectativas de los inversores. Nuestros fondos se comercializan activamente en 11 países europeos: Francia, Luxemburgo, Suiza, Bélgica, Italia, Alemania, España, Holanda, Austria, Suecia y Reino Unido. En el marco de su desarrollo internacional, Carmignac Gestion cuenta con una filial en Luxemburgo, así como dos oficinas de representación en Madrid y Milán, y ha procedido a registrar en Singapur el conjunto de su gama, destinada a los clientes profesionales.