

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

I - Perspectivas económicas

► El agravamiento de la crisis europea exige el tratamiento de la cuestión del crecimiento

La situación europea es especialmente preocupante. En un universo desarrollado cada vez menos capaz de generar crecimiento económico, los ataques de los mercados contra los países con los desfases presupuestarios más evidentes no provocan más que políticas de rigor que refuerzan las tendencias recesivas. Ahora bien, cualquier intento de gestionar el problema griego y luchar contra el contagio a otros países miembros será inútil si no se aplica simultáneamente alguna medida ambiciosa que tenga por objetivo favorecer el crecimiento a corto plazo. Sin crecimiento, la reabsorción del déficit y de la deuda pública es imposible. Europa está eligiendo la vía japonesa a la hora de tratar el sobreendeudamiento, pero esta vía es suicida: sus exportaciones son insuficientes para compensar los efectos negativos de las políticas de austeridad sobre la demanda interna y los impacientes acreedores extranjeros no tienen ninguna intención de «darle tiempo al tiempo». Ahora bien, el debilitamiento de los bancos europeos, estructuralmente vulnerables a una degradación de las condiciones de refinanciación (con una ratio créditos/depositos del 165%, frente al 81% de Estados Unidos), va a incentivarlos para presionar a los hogares y empresas para que devuelvan también sus deudas. Teniendo en cuenta que la relación crédito bancario-PIB es del 164% en la zona del euro, frente al 62% en los Estados Unidos, podemos calcular el riesgo que provoca esta aceleración de la reducción del apalancamiento, que en el mejor de los casos una recapitalización bancaria forzada sólo podrá frenar.

► El BCE debe llevar una política de tipos cero y tener como objetivo el debilitamiento del euro

Habida cuenta de las dificultades del aparato político europeo para aportar una solución creíble y rápida a los problemas de los países periféricos, es el Banco Central quien debería tomar la iniciativa, de forma rápida y drástica, orquestando simultáneamente una fuerte caída del euro y de los costes de refinanciación de los Estados debilitados. Esto supondría unos tipos de referencia próximos a cero y compras de deuda pública de los países en peligro no compensadas con nuevas emisiones (intervenciones no esterilizadas). El consiguiente debilitamiento del euro generaría un aumento del crecimiento gracias a una mejor competitividad exportadora, y la liquidez inyectada en grandes cantidades permitiría hacer frente a las presiones deflacionistas, es decir, daría lugar a un poco de inflación, lo que reduciría el lastre de la deuda. Esta iniciativa del BCE es una necesidad absoluta pero Alemania la rechaza, incluso cuando ya ha visto como sus perspectivas de crecimiento en 2012 caían del 1,9% a 1,2% entre agosto y septiembre.

► Los Estados Unidos disponen de mayores márgenes de maniobra presupuestaria, pero el contexto político parece poco propicio a adoptar medidas de apoyo

La economía estadounidense no tiene que enfrentarse aún a la impaciencia de sus acreedores, como lo demuestra la caída del rendimiento de los bonos del Tesoro de EE.UU. tras la rebaja de la calificación crediticia del país por parte de

la agencia Standard and Poor's. Además, la Reserva Federal estadounidense parece más dispuesta que el BCE a poner todos los medios para compensar los efectos deflacionistas de la reducción del apalancamiento. Sin embargo, el calendario electoral no parece permitir la puesta en marcha de importantes medidas de apoyo de la actividad económica por parte de los poderes públicos. Solo la no renovación de las bajadas de impuestos decididas en la era Bush —probable, teniendo en cuenta las dogmáticas posturas de la clase política— llevaría, en caso de que el resto de factores permaneciera inalterado, a una reducción del crecimiento de 1,3% en 2012 debido fundamentalmente a la consiguiente debilidad del consumo. De este modo, la previsión de consenso sobre el crecimiento en 2012 ha descendido entre enero y septiembre del 3,3% al 2,1%, cifra que seguimos considerando demasiado optimista.

► **El problema de la inflación en los países emergentes pierde intensidad, como demuestran las primeras bajadas de tipos**

Los países emergentes siguen enfrentándose a presiones inflacionistas vinculadas, por un lado, a los efectos retardados de la subida del precio de las materias primas y, por otro, a consideraciones más estructurales como las subidas salariales, ya sean demandadas o planificadas. Así, la inflación china (excepto alimentación) ha subido del 1,4% al 3,0% en los últimos doce meses. El giro a la baja de los precios de las materias primas industriales y agrícolas hará que caigan las presiones inflacionistas, circunstancia que otros países emergentes parecen vislumbrar ya, como lo demuestra la bajada de tipos «sorpresa» de Brasil, Turquía, Rusia o Israel.

► **Los países emergentes disponen de importantes márgenes financieros de maniobra, lo que les permite hacer frente al riesgo de contagio**

Nuestro análisis nos lleva a pensar que las considerables reservas acumuladas por los países exportadores emergentes les ahorrarán el contagio que temen numerosos observadores. En este sentido, la fuerte caída de las divisas de determinados países emergentes frente al dólar y de sus deudas externas y locales, no presagian, a nuestro parecer, problemas estructurales de financiación para los principales actores del universo emergente. Entre la situación que reinaba antes de la crisis asiática de finales de los años 90 y la actual, los países emergentes han pasado del estatus de deudores del resto del mundo al de financiador de último recurso. Esta modificación estructural de las relaciones de fuerzas entre estos dos mundos no debe conducirnos a la complacencia. Contrariamente a 2008, cuando el plan de reactivación china evitó una recesión mundial, China no siente aún la necesidad de invertir su restrictiva política monetaria o de aprobar planes de estímulo. En primer lugar, porque su inflación, en el 6,2%, sigue siendo elevada y en segundo lugar porque su actividad económica está ahora en un nivel cercano a la plena potencia.

► **La revalorización del yuan supondrá un catalizador para los mercados emergentes**

Los mercados emergentes no se librarán totalmente de los problemas que afectan a los mercados de las economías desarrolladas. Creemos que la reversión de la política monetaria china será ese catalizador. Cuando China decida esa reactivación (bajada de la ratio de reservas obligatorias de los bancos), la amplitud y la diversidad de los márgenes de maniobra de los que disfruta contribuirán a una sólida recuperación que irá acompañada en gran medida por los mercados de renta variable, cuyas revalorizaciones han llegado a los mínimos de 2008, lo que supone mínimos históricos cada vez más atractivos para los inversores. Este repunte debería ir acompañado de la apreciación del yuan, lo que contribuiría a la reflación de la economía mundial.

II - Estrategia de inversión

I – Renta variable internacional

► Mantenemos un posicionamiento defensivo

Nuestra interpretación del entorno económico nos induce a mantener nuestro posicionamiento defensivo. Las respuestas parciales propuestas por las autoridades europeas a la crisis de la deuda, unidas al bloqueo político de los Estados Unidos y a la voluntad china de que su restrictiva política monetaria siga lastrando la actividad crediticia y la inflación, hacen muy probable una acentuación de la ralentización económica en los países desarrollados, lo que se materializaría en una nueva fase de caída de los mercados. Por tanto, comenzamos el trimestre con una tasa de exposición a la renta variable mantenida en un nivel bajo. Sin embargo, desde una perspectiva táctica, planeamos reexponer la cartera con el objetivo de aprovechar la mejora de la confianza que no tardará en materializarse como anticipación a las iniciativas conjuntas de Europa y el FMI de principios de noviembre. No obstante, mientras que las medidas anunciadas no tengan por objetivo influir positivamente en el crecimiento a corto plazo, el fondo mantendrá su enfoque «defensivo», reduciendo sobre todo la exposición de la cartera al euro.

► La temática de la mejora del nivel de vida en los países emergentes continúa siendo una tendencia dominante en nuestra asignación de activos

La temática de la mejora del nivel de vida en los países emergentes, aunque siga siendo predominante, ha visto reducida su exposición del 38,6% al 34,0% de la cartera de Carmignac Investissement, debido principalmente al debilitamiento relativo de la renta variable emergente, amplificado por la caída de determinadas divisas al final del periodo. Las forzosas liquidaciones de determinados fondos internacionales han pesado según se aproximaba el cierre de un trimestre bursátil desastroso. La única incorporación a la cartera ha sido Sun Art Retail, prometedora joint-venture de Auchan en el sector de la distribución china. En cuanto a las ventas, la participación en Haci Omer Sabanci (Turquía) se ha liquidado por completo y hemos reducido nuestra posición en LVMH.

► Mantenemos nuestro componente de empresas de oro

La segunda temática en importancia es la de las minas de oro, que ha pasado del 11,2% al 14,4% de la cartera de Carmignac Investissement debido a una marcada apreciación relativa de este sector, que ha producido una rentabilidad absoluta positiva este trimestre. Esta temática se ha enriquecido con la incorporación de una nueva empresa canadiense: Detour Gold. Hemos acudido a la última oferta pública de acciones de la empresa antes del comienzo de la explotación de un yacimiento especialmente atractivo. Por otro lado, hemos reforzado nuestra posición en Randgold.

► Hemos reducido nuestra exposición al sector de los recursos naturales, así como al de la innovación

La temática energética ha sufrido, debido al debilitamiento del crecimiento mundial, y la hemos reducido del 15,5 al 12,2% de la cartera de Carmignac Investissement. Hemos liquidado las posiciones en National Oilwell y Galp Energia, y hemos reducido la participación en Schlumberger. El sector de los recursos naturales, contando con nuestras

posiciones en materiales básicos, representa actualmente el 14,8% de la cartera. La innovación ha pasado del 11,6 al 10,7% de la cartera, a pesar del refuerzo de la posición en Apple, que no deja de sorprender y que parece capaz de continuar con su éxito a pesar de la desaparición de su fundador. La posición en Mediatek se ha vendido debido a su falta de visibilidad frente a una dura competencia. Finalmente, la oferta realizada por Hewlett Packard por la empresa Autonomy con una prima del 80% ha resultado una agradable noticia. La temática de los valores defensivos, por su parte, ha ganado un punto de ponderación y ahora supone el 13,3% de los activos del Fondo.

► La liquidez se ha reforzado

El aumento de la liquidez hasta el 11,7% de la cartera, frente al 6,2% de hace tres meses, refleja nuestra desconfianza en los mercados de renta variable. Junto con el oro y los valores defensivos de la cartera, constituye un polo defensivo que asciende al 40% de la cartera, frente al 60% dedicado a las temáticas de crecimiento.

II – Motores de rentabilidad de la renta fija

► La flexibilidad de nuestra asignación de activos demuestra ser especialmente adecuada en el entorno actual

Frente al riesgo de recesión de la economía mundial, nuestra asignación de activos se mantiene más flexible que nunca en los diferentes motores de rentabilidad. Teniendo en cuenta la poca visibilidad de la que disponemos en este fin de trimestre, tanto en lo relativo al alcance de la ralentización de la economía estadounidense como en el plan de rescate del euro, la cartera se ha estructurado de modo que pueda hacer frente al riesgo de agravamiento de estas tensiones recesivas. Obviamente, una lectura más nítida de estos dos grandes ejes de incertidumbre nos llevaría a realizar modificaciones tácticas.

► Ante la ralentización económica, la deuda pública alemana y estadounidense se convierten en valores refugio

Ante la falta de decisiones enérgicas y de inmediata aplicación en Europa, las presiones recesivas y deflacionistas persistirán a corto plazo, confiriendo a los mercados de deuda pública de referencia (Estados Unidos, Alemania) un papel ineludible de refugio. Hemos aumentado el porcentaje de deuda pública de los países desarrollados de un 3,65% a un 10,4% de los activos de Carmignac Patrimoine. Hemos incrementado la ponderación de esta partida mediante un aumento de nuestra asignación de activos a deuda pública alemana hasta mediados de julio. Ciertamente, la crisis europea nos ha llevado a buscar

valores refugio. No obstante, los proyectos de solución a la crisis europea agravan el riesgo de una implicación más importante de Alemania, ya que el BCE se niega a monetizar la deuda de los estados más frágiles. Desde mediados de julio, nuestra exposición se ha concentrado en los Estados Unidos. La Fed ha tomado nuevas medidas no convencionales, comprometiéndose a mantener los tipos a 0% hasta 2013 e introduciendo un programa de ampliación de los vencimientos medios de sus posiciones en bonos del Tesoro estadounidense.

► La partida de deuda pública emergente también se ha reducido

Las inversiones en deuda pública emergente se han recortado del 4,3% al 2,5% (con un 1,7% invertido en deuda

emergente en divisa local). El posicionamiento de los inversores sigue siendo el principal factor técnico que pesa sobre las perspectivas a corto plazo. No dejaremos de reforzar nuestras posiciones en esta clase de activos si la hipótesis de una recesión severa en los Estados Unidos o la de un grave riesgo sistémico resultaran infundadas. En este sentido, la reciente caída de las divisas y los bonos de los países emergentes no va a tardar mucho en convertirse en una oportunidad que hay que aprovechar, ya que los temores de un contagio de los problemas de los países desarrollados nos parecen exageradísimos, a pesar incluso de que el compás de espera en torno a la puesta en marcha de políticas favorables al crecimiento en el universo emergente pueda generar inquietud en un primer momento.

► El componente de deuda corporativa sigue siendo primordial y esconde un importante potencial de valor

La inversión en renta fija privada se ha reducido (del 32% al 26,3% de los activos de Carmignac Patrimoine), mediante la venta de los bonos corporativos que nos parecían más vulnerables a una ralentización económica. A finales de septiembre, nos pareció que el componente de deuda corporativa de la cartera podía constituir, incluso en una fase de desaceleración económica, un motor de rentabilidad apreciable capaz de ofrecer un rendimiento medio del 6,41% para una duración media de 5,6 años (frente al 1,32% de la deuda pública alemana con el mismo plazo). Tal diferencia en la remuneración, próxima a la registrada en el peor momento de la crisis de 2008, no nos parece justificada teniendo en cuenta la calidad de los bonos que forman parte de la cartera. Provocado principalmente por la retirada de los bancos del mercado secundario cuando determinados gestores realizaban ventas preventivas, este aumento de los diferenciales de la deuda corporativa nos parece una verdadera oportunidad de mercado.

► Nuestra desconfianza frente a la gestión de la crisis europea nos ha llevado a reducir nuestra exposición al euro y aumentar nuestra liquidez

El euro debería debilitarse, ya que esta debilidad es una condición necesaria para su supervivencia. Nuestra falta de confianza en la gestión de la crisis europea nos ha llevado a reducir nuestra exposición a la moneda única, protegiendo nuestros activos denominados en la divisa europea mediante futuros en dólares y yenes. La mayor parte de nuestros activos líquidos, que han aumentado este trimestre del 17% al 23% de los activos, se ha invertido también en bonos del Tesoro estadounidense y japonés, títulos que nos han permitido beneficiarnos de la revalorización de estas dos divisas frente al euro (7% y 1% respectivamente).

Redactado el lunes 31 de octubre de 2011

Relaciones con la prensa:

CARMIGNAC GESTION

Marie VANBREMEERSCH

Tfno.: +33 1 70 92 33 85

mvanbremeersch@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 Carmignac, figura en la actualidad entre las principales gestoras de activos 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 empleados. Este valor fundamental garantiza la libertad indispensable para la existencia de una gestión eficiente y reconocida.

Carmignac Gestion, que gestiona activos por valor de mas de 45.000 millones de euros, ha desarrollado una oferta completa integrada por 19 OICVM de renta variable, 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 clientes profesionales.

Información importante

Este documento no constituye asesoramiento de inversión y no es un análisis financiero. Las informaciones contenidas en este documento no tienen valor contractual. Este documento ha sido redactado con una finalidad exclusivamente informativa. Carmignac declina toda responsabilidad por cualquier decisión tomada o no tomada sobre la base de alguna información contenida en este documento, y por el uso que de ella pudiera hacer un tercero. Este documento sólo puede utilizarse para el fin con el que se ha redactado y no puede reproducirse, difundirse o comunicarse a terceros total o parcialmente sin la autorización previa y por escrito de Carmignac Gestion.