

Perspectivas económicas y estrategia de inversión para el primer trimestre de 2012

I - Perspectivas económicas

- La coyuntura europea sigue siendo especialmente difícil.

Las situaciones griega y española siguen demostrando la falta de adaptación de la respuesta económica y monetaria a los problemas de los países sobreendeudados de la zona del euro. En el primer caso, la reducción de la deuda conseguida mediante el impago organizado resultará rápidamente insuficiente debido a la incapacidad del país de crecer y de recaudar impuestos. ¿Va a tener que abandonar Grecia la zona del euro? En el segundo caso, el tratamiento de choque que el país se impone en materia de reducción del déficit presupuestario mata el crecimiento, lo que a su vez impide la mejora de la situación presupuestaria. Habida cuenta de los riesgos griego y español, los resultantes de las elecciones en Francia e incluso de la situación económica de Alemania —donde se cuenta con un crecimiento negativo a lo largo de este trimestre, como en el anterior—, la coyuntura europea continúa siendo particularmente difícil.

- El papel activo que desempeña el BCE ha permitido alejar momentáneamente el riesgo sistémico de la zona del euro.

La decisión del BCE de conceder financiación ilimitada a tres años (LTRO) a los bancos comerciales es positiva. Esta relajación cuantitativa indirecta mediante la cual el BCE suministra al sistema bancario toda la liquidez que necesita, y que constituye un medio para que este sustituya al Banco Central como prestamista de última instancia para los gobiernos, aleja momentáneamente el riesgo sistémico. Además, ofrece a los bancos la posibilidad de recuperar la salud mediante ventajosas operaciones de refinanciación, en el supuesto de que se alcance una solución definitiva a la crisis europea. Este dispositivo puede ayudar a hacer frente al cargado calendario de emisiones de deuda pública de este trimestre y contribuye a que la actitud a corto plazo hacia los mercados europeos de renta variable sea más constructiva. Para la supervivencia de la zona del euro solo queda, a nuestro parecer, que se den a la vez una política monetaria más expansionista y una política presupuestaria que apoye la actividad económica: la primera, mediante la fijación de los tipos de interés de referencia a un nivel muy bajo y mediante una capacidad de compra ilimitada de deuda pública de los países más débiles con el objetivo de reducir sensiblemente tanto el gasto de financiación de los Estados como la cotización del euro; y la segunda, para favorecer la inversión, portadora de la esperanza de crecimiento y de creación de futuros empleos.

- EE.UU.: a corto plazo, el rebote coyuntural ha tomado forma

En Estados Unidos hemos asistido a una indiscutible mejora de la economía a lo largo del cuarto trimestre, lo que ha permitido una revisión al alza de las previsiones de crecimiento para el 2012, hasta alrededor del 2%. La mejora gradual pero constante del mercado de trabajo y los primeros signos de estabilización del mercado inmobiliario residencial —aunque deban confirmarse aún— contribuyen a esa mejora. No obstante, creemos que es improbable que se revisen al alza estas predicciones para 2012 por tres motivos. En primer lugar, el papel que desempeña la caída de la tasa de

ahorro en el buen tono del consumo es insostenible: la situación económica mundial no justifica en ningún caso una tasa de ahorro del 3,5%, que solo se registró en el momento de la formación de la burbuja inmobiliaria, que acentuaba la sensación de riqueza. En segundo lugar, el dinamismo de la producción industrial se ve favorecido por la recuperación ligada a la normalización de la cadena de producción que el tsunami japonés había detenido. Finalmente, la suspensión del mecanismo de aceleración de la amortización de las empresas puede debilitar las inversiones a partir del mes de enero. A pesar de que tenemos ciertas dudas respecto al mantenimiento de esta dinámica en el entorno actual, tomamos buena nota de la resistencia estadounidense.

► La inflación china, ya controlada, permitirá una relajación progresiva de la política monetaria

La inflación china, según preveíamos, marcó máximos en el 6,5% en primavera y volvió a descender hasta el 4,2% en noviembre. El crecimiento debería ralentizarse hasta un ritmo del 7% u 8% en 2012 debido a los efectos retardados del endurecimiento monetario y de la ralentización del comercio mundial. La previsión de un elevado nivel de actividad permite a las autoridades monetarias poder invertir paulatinamente su restrictiva política con el fin de reducir lo más posible las perspectivas de inflación. En este sentido, no debería producirse una aceleración de la actual relajación china excepto si se constatará un agravamiento importante del comercio internacional. La política económica china — cada vez más claramente orientada al desarrollo de la demanda interna— exige una disciplina decididamente antiinflacionista y garantiza una contribución positiva duradera al crecimiento del resto del mundo. Además, permite augurar que el yuan seguirá revalorizándose, acompañado de las otras divisas de la zona, en relación con las monedas de las economías avanzadas. Esta revalorización de los tipos cambiarios constituye un instrumento eficaz de lucha contra la inflación que podría favorecer la evolución de la deuda pública denominada en divisa local de los países más virtuosos.

II - Estrategia de inversión

I – Renta variable internacional

► Hemos optado por un posicionamiento ofensivo a principios del año 2012

Este nuevo entorno en el que la política monetaria china ya no es adversa, donde los políticos estadounidenses parecen haber decidido evitar cualquier bloqueo ante la proximidad de las elecciones de noviembre y donde la liquidez en Europa se ha mejorado claramente con la instauración de la línea de crédito a tres años, nos ha llevado a adoptar un posicionamiento más decidido en el comienzo del año 2012. Estos importantes desbloques tienen la capacidad de permitir que las valoraciones de los mercados asciendan hasta su nivel de equilibrio y nos han llevado a elevar el nivel de exposición a las acciones de nuestros fondos de renta variable internacional. En primer lugar, creemos que China va a recuperar su retraso bursátil, al menos en términos relativos, gracias a la reversión de la política monetaria que ha comenzado. A continuación, la inevitabilidad de que el BCE sea un prestamista de última instancia va a amplificar la caída del euro que comenzó el verano pasado. Esta segunda convicción nos permite enfrentarnos con confianza a las perspectivas de rentabilidad de las inversiones realizadas fundamentalmente en divisas extranjeras antes incluso de que el firme cambio del modus operandi del BCE provoque una reacción positiva de confianza en los mercados de renta variable.

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

El tema de la mejora del nivel de vida en los países emergentes se ha reforzado y ha pasado del 34% al 37,3% de los activos de Carmignac Investissement. Así, creemos que la intolerancia al riesgo que ha castigado a los mercados emergentes en 2011 ha creado oportunidades muy atractivas. Por tanto, hemos aumentado más del doble la posición en Gome Electrical, una empresa de distribución en plena reorganización capaz de beneficiarse de la dinámica del consumo chino y del desarrollo de viviendas sociales, y hemos abierto una posición en la cervecera Ambev, líder en el continente americano en el sector de las cervezas y las sodas. También hemos aumentado nuestra exposición a China a través de la empresa estadounidense Yum! Brands, que explota una cadena de restaurantes de comida rápida que ha mostrado una destacable evolución, y hemos comprado más acciones de Mead Johnson, líder en alimentación para bebés (60% de la facturación en países emergentes).

► La ponderación de los valores defensivos se ha aumentado ligeramente y la de la innovación se ha reducido considerablemente

El peso de los valores defensivos ha pasado del 13,3% al 14,2% de los activos de Carmignac Investissement mediante la incorporación del distribuidor de artículos de bajo coste Dollar Tree. Por el contrario, hemos liquidado la posición Vertex, cuyo tratamiento de la hepatitis C se enfrenta a una dura competencia. Por el contrario, la temática de la innovación se ha reducido sensiblemente y ha pasado del 10,7% de los activos al 7,1%.

► Hemos conservado nuestra exposición a las minas de oro y hemos aumentado las posiciones en energía.

El peso del sector energético ha aumentado del 12,2% al 13,9% de los activos de Carmignac Investissement por el refuerzo de nuestra posición en EnSCO, así como por la revalorización relativa del sector, que está bien posicionado para beneficiarse de la relajación monetaria en China y del rebote económico que continúa en Estados Unidos. La

ponderación de las minas de oro se ha mantenido en el 14,4% de los activos. La introducción en este segmento de una posición en Franco Nevada compensa la consolidación del sector a lo largo del trimestre cerrado. El activismo de los bancos centrales en todo el mundo nos anima a conservar nuestra cobertura en el sector del oro, más aún teniendo en cuenta el enorme terreno perdido que este acumula frente al metal.

► La posición liquidez representa el 9% de los activos y contribuye al equilibrio general de la cartera

El mantenimiento de una reserva de liquidez del 9% contribuye, al mismo tiempo que las minas de oro y los valores defensivos, a una posición defensiva que representa el 37,6% de la cartera de Carmignac Investissement; los otros dos tercios están dedicados a temáticas expuestas al crecimiento económico. Con esta estructura, la cartera debería beneficiarse de la mejora constatada de las condiciones de inversión en renta variable. Su falta de exposición al euro lo cubre frente al riesgo, siempre presente, de un nuevo agravamiento de la situación en Europa, a la que el BCE está respondiendo ya con medidas que contribuyen a debilitar la moneda única. Esta liquidez podría utilizarse progresivamente si la reciente tendencia se confirma.

II – Motores de rentabilidad de la renta fija

► Nuestras posiciones en deuda corporativa están destinadas a generar valor en 2012

En 2012, la deuda corporativa debería ser un motor principal de rentabilidad de la cartera de renta fija de Carmignac Patrimoine. En primer lugar, la oferta de liquidez a 3 años que el BCE ha hecho a los bancos ha contribuido al descenso de la volatilidad, lo que ha creado un entorno propicio para la recuperación del interés por los activos de riesgo. Además, nuestra cartera de deuda corporativa, con una calificación media de BBB-, se beneficia de un rendimiento atractivo del 6,4% para una duración media de 5,6 años. Finalmente, los fundamentales de las empresas siguen siendo sólidos, gracias a su prudente comportamiento a ambos lados del Atlántico. En último lugar, los aspectos técnicos del mercado siguen siendo favorables, ya que en su mayor parte los inversores han conseguido de nuevo importantes capacidades de compra. Esta posición representa el 26,3% de los activos de Carmignac Patrimoine.

► Mantenemos una exposición estable a la deuda pública de los países desarrollados

En un entorno en el que los riesgos que implica la solución de la crisis europea van a seguir siendo elevados, mantenemos la prudencia en relación con la deuda pública europea. Respecto a los Estados Unidos, la deuda pública a 10 años puede considerarse como una variable administrada de la política monetaria. El comienzo de un ciclo de subida de tipos sería el resultado de un cambio de orientación de esta última. Puesto que consideramos esta evolución prematura, la deuda pública estadounidense seguirá formando parte de nuestra cartera por su estatus de valor refugio. En este contexto, nuestra asignación a la deuda pública de los países desarrollados se ha mantenido estable en el 10,4% de los activos de Carmignac Patrimoine.

► La ponderación de la deuda pública emergente se aumentará de manera selectiva

Las inversiones en deuda pública emergente también se han mantenido inalteradas en el 2,5% de los activos (con un 1,7% invertido en deuda emergente en divisa local). Prevemos un retorno selectivo a esta área del mercado. Así, el entorno debería mejorar progresivamente para la deuda emergente en divisa local, dado que una considerable bajada de los índices de inflación permitiría la continuación de la caída de los tipos.

► Mantenemos una escasa exposición al euro.

A lo largo del último trimestre de 2011, nuestra exposición a la moneda europea ha seguido siendo muy escasa y al final de periodo se situaba en el 10%. En este sentido, creemos que en un contexto en el que la política monetaria europea está abocada a volverse más expansionista, la depreciación del euro frente al dólar y al yen se acelerará próximamente. Nuestra liquidez —invertida principalmente en bonos de los Tesoros estadounidense y japonés— ha aumentado considerablemente en el segundo semestre de 2011, y a finales de año asciende al 24% de los activos. Esta liquidez, que actuó como reserva preventiva en 2011, va a permitirnos en 2012 beneficiarnos de atractivas primas de riesgo, tanto en renta variable como en deuda corporativa.

Redactado el viernes 3 de febrero de 2012

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 más 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 dos filiales en Luxemburgo y en Frankfurt, así como dos oficinas en Madrid y Milán, y ha procedido a registrar en Singapur el conjunto de su gama, destinada a clientes profesionales.

Información importante

El presente documento no constituye una recomendación de inversión ni un análisis financiero. Ninguna información contenida en el presente documento deberá ser interpretada como portadora de algún valor contractual. El presente documento se ha elaborado a título meramente informativo. Carmignac Gestion no se responsabilizará de ninguna decisión adoptada o no adoptada en función de la información contenida en este documento, ni tampoco del uso del mismo por un tercero. El presente documento no podrá utilizarse con ningún objetivo distinto de aquél para el que ha sido concebido, y no podrá reproducirse, difundirse ni comunicarse total o parcialmente a terceros sin previa autorización por escrito por parte de Carmignac Gestion.