

Tercer trimestre de 2010

Perspectivas económicas y estrategia de inversión

I - Perspectivas económicas

► Europa sigue bajo presión

La situación europea continúa siendo la de una economía sujeta a fuertes presiones deflacionistas, amplificadas por la austeridad presupuestaria impuesta por los mercados. Ciertamente es que el claro descenso del euro desde el pasado mes de noviembre y el mantenimiento de una política monetaria necesariamente expansionista compensan en parte los efectos del rigor presupuestario, al dar sobre todo oxígeno a las empresas exportadoras europeas. ¿Son los planes de austeridad puestos en marcha en la mayoría de países miembros lo bastante ambiciosos como para tranquilizar estructuralmente a los mercados? Lo dudamos. No obstante, combinados con el plan de apoyo conjunto del BCE y del Fondo Monetario Internacional, darán un respiro. Aparte de esto, Europa se mantiene permanentemente deteriorada por un elevado endeudamiento público, cuya reducción no se logrará mediante la debilidad de sus perspectivas de crecimiento. Además, otras crisis de confianza en la deuda de determinados Estados miembros nos parecen inevitables con el tiempo.

► Estados Unidos registra una pausa de mitad de ciclo, a la espera de una reactivación de sus exportaciones.

En Estados Unidos, el repunte económico marca el paso. Varios indicadores avanzados, como la confianza de los consumidores o el índice ISM manufacturero, han empezado a retroceder y el mercado inmobiliario muestra indicios de debilidad persistente (la construcción cae más de un 30%, su punto más bajo en el ciclo iniciado en 2006). El movimiento de reposición de existencias, que había aportado un 70% a los 2,7 puntos de crecimiento en el primer trimestre, se desacelera y es el principal responsable de la inflexión coyuntural, inevitable llegados a esta fase del ciclo. Si bien el deterioro en el crecimiento estadounidense es notable, las empresas estadounidenses siguen beneficiándose de los efectos de su racionalización y del aumento de competitividad en las exportaciones. Sin embargo, golpeadas por la brutalidad sin precedentes del descenso en la actividad a finales de 2008, las empresas estadounidenses continúan siendo muy prudentes, tanto en términos de producción como de creación de empleo. Siguen desconfiando del consumidor estadounidense que, debido al efecto de apalancamiento, ha dejado de ser el agente económico que tradicionalmente ayudaba a las empresas a volver a encontrar el camino del crecimiento tras una recesión. En este contexto, creemos que el factor desencadenante para las empresas estadounidenses será el fin de las políticas monetarias restrictivas en los principales países emergentes, lo cual garantizará nuevas salidas para las exportaciones estadounidenses.

► **El dinamismo de China no disminuye y favorecerá la revalorización del yuan**

En los mercados emergentes, las autoridades chinas prosiguieron con el endurecimiento monetario que habían puesto en marcha, principalmente, para ralentizar la actividad mediante la limitación del número de créditos concedidos a las empresas e impedir la formación de una burbuja inmobiliaria. Esta política empieza a surtir efecto de manera visible. Por otra parte, la decisión de las autoridades chinas de retomar un mecanismo de cambio más flexible nos confirma la capacidad del país de seguir creciendo y desempeñar un papel positivo fundamental en el reequilibrio mundial. De hecho, esta decisión sobre el yuan, junto con la de no oponerse a los aumentos salariales (o incluso impulsarlos), pone de manifiesto la voluntad de las autoridades de seguir apoyándose en el consumo interno para crecer al tiempo que tratan el problema de la inflación.

► **El reequilibrio mundial en beneficio de los países emergentes es más que nunca una realidad**

Tras haber hecho alarde de su capacidad para crecer pese a la recesión en los mercados desarrollados, los países emergentes están a punto de demostrar que si existe una dependencia entre estos dos universos, se ha invertido el sentido. La sostenibilidad del crecimiento mundial depende ahora en primer lugar de las políticas económicas y monetarias aplicadas en los mercados emergentes, que afortunadamente nos han acostumbrado en estos últimos años a un control de calidad. De este modo, la reducción del efecto de apalancamiento, a través del recorte en el gasto público y privado que impone en las economías avanzadas, adelanta el reequilibrio mundial superando nuestras expectativas.

II - Estrategia de inversión

I – Renta variable internacional

► Mantenemos nuestro posicionamiento en la apreciación del dólar frente al euro

El final de las políticas monetarias restrictivas en los mercados emergentes se aproxima, lo que contribuirá al refuerzo de las divisas emergentes. Asimismo, esta tendencia será considerablemente más favorable en Estados Unidos que en Europa, al existir la obligación imperiosa de mejorar el estado de sus finanzas públicas a marchas forzadas. Así pues, el dólar debería seguir subiendo tras la reciente corrección que se ve acompañada de la desaceleración al otro lado del Atlántico. La infrarrepresentación del euro continúa siendo un eje esencial de nuestra gestión, a pesar del repunte técnico (que prevemos temporal) registrado por esta divisa a principios del tercer trimestre.

► A la espera de un catalizador, conservamos una estructura de cartera equilibrada

La espera del final del endurecimiento monetario chino podría tener lugar en un contexto tenso que no excluye que los mercados bursátiles sigan con el movimiento de corrección iniciado el pasado mes de abril, tras 13 meses de fuerte subida. No obstante, la bajada cercana al 20% de los grandes índices occidentales constituye de por sí una consideración explícita de las dudas macroeconómicas actuales y lleva a valoraciones que, habida cuenta de los bajísimos tipos de interés, ya parecen atractivas. A la espera de un catalizador, nuestra gestión global conserva la estructura de cartera que le ha permitido negociar favorablemente los cambios de ritmo del mercado durante el pasado trimestre.

► La temática de la mejora del nivel de vida en los países emergentes se ha reforzado

La temática de la mejora del nivel de vida en los países emergentes se ha incrementado, desde un 27,7% de la cartera de Carmignac Investissement hasta un 29,9%. Hemos vuelto a aumentar el peso de las empresas asiáticas, que en estos momentos representan más del 79% de los valores que componen este tema. La decisión china de retomar, aunque de manera muy progresiva, el proceso de apreciación del yuan constituye una excelente noticia para toda la región. Los principales aumentos de posiciones han tenido lugar en Bank Central Asia y Astra International (conglomerado) de Indonesia, así como en DLF Limited (promoción inmobiliaria) y GMR Infrastructures de India.

► El oro conserva su importancia en un contexto en el que las réplicas continúan siendo posibles en Europa

La crisis europea, sobre la que nos tememos nuevas sacudidas en los próximos meses, podría acarrear un patinazo presupuestario adicional que refuerce el papel del oro como valor refugio. Ante esta coyuntura, hemos aumentado la ponderación de las minas de oro del 10,8% al 14,7% en Carmignac Investissement, sobre todo, a través de la consolidación de nuestras líneas en Newmont, Red Back Mining, Goldcorp y Barrick Gold.

► **La temática el crecimiento estadounidense se ha visto reducida**

La temática el crecimiento en Estados Unidos se ha visto claramente recortada desde el 17,8% hasta el 11,7% de la cartera de Carmignac Investissement, desde los primeros indicios tangibles de ralentización al otro lado del Atlántico. Los bancos de la primera potencia mundial, que habíamos incluido en este tema, se han conservado pese a su decepcionante comportamiento a lo largo del pasado trimestre. Seguimos pensando que, contrariamente a los bancos europeos, los balances se han saneado y que, teniendo en cuenta la necesidad de un sistema bancario lo más sólido posible en periodo de reducción del efecto de apalancamiento, las autoridades estadounidenses se mostrarán realistas y adoptarán cambios normativos que no castiguen al sector en exceso.

► **Recursos naturales: el sector de la energía constituye una importante reserva de valor**

En medio de un contexto de ralentización en la economía estadounidense, el sector de los metales básicos ha sido objeto de recortes, por lo que su ponderación ha pasado del 10,6% al 6,6% de la inversión de Carmignac Investissement. Tras las repercusiones de la catástrofe de BP en el golfo de México, el sector de los servicios petrolíferos ha sufrido decisiones políticas que han afectado a su actividad, con la aplicación de un principio de precaución comprensible en el contexto que conocemos, aunque forzosamente efímero. La plataforma en cuestión perteneciente a Transocean y el yacimiento propiedad minoritaria de Anadarko Petroleum, ambas sociedades presentes en nuestra cartera, se han visto castigadas. Al entender su responsabilidad en el accidente hemos reforzado ambas líneas tras caídas superiores al 40%. Al mismo tiempo, hemos vendido nuestra posición en la noruega Seadrill y recortado las líneas de Schlumberger y National Oilwell. Este tema de inversión, tras su masiva rentabilidad inferior, constituye una reserva de valor importante que podría empezar a demostrar su potencial en las próximas semanas gracias al éxito de las operaciones de cierre del yacimiento.

II – Motores de rentabilidad de la Renta Fija

► **Deuda del Estado: mantenemos nuestra desconfianza frente a las firmas de segunda clase**

El pasado trimestre confirmó con creces que la reducción del efecto de apalancamiento en los mercados desarrollados ha entrado en una nueva etapa donde la normalización económica ya no puede verse impunemente garantizada por la transformación de la deuda privada en deuda pública. Por ello, al ser la deflación en los países desarrollados el principal riesgo económico, seguimos justificando la búsqueda de sensibilidad en los vencimientos largos de las curvas alemana y estadounidense, aunque la modestia de los rendimientos ofrecidos nos lleva a ser más prudentes. Dado que la capacidad de un emisor a la hora de reembolsar su deuda es básica para el mercado en un clima de deflación, mantenemos nuestra desconfianza frente a firmas soberanas de segunda clase. La partida de deuda del Estado representa un 7,5% de los activos de Carmignac Patrimoine.

► **Bonos corporativos: valor en empresas estadounidenses y europeas**

La asignación a bonos corporativos de Carmignac Patrimoine representa un 33% de los activos. Si bien durante el trimestre pasado, las primas de riesgo dejaron de contraerse, y nos privaron de su principal motor de apreciación, los fundamentales de la clase de activo siguen mejorando. Así pues, las emisiones de empresas estadounidenses y europeas, en el caso de las más sólidas, nos parecen entrañar valor y pocos riesgos en los vencimientos cortos. A finales del trimestre, sacamos partido a la presión ejercida en algunos sectores para hacernos con oportunidades a niveles de valoración atractivos. Por consiguiente, incluimos en la cartera obligaciones a 5 años de Anadarko en un 9%,

a niveles que integraban ampliamente los riesgos vinculados a la marea negra. De igual modo, en el sector bancario europeo, las hipótesis de estrés consideradas creíbles, acompañadas de una campaña de recapitalización posterior a la publicación de los resultados de las pruebas de estrés el 23 de julio, podrían animarnos a reforzar dicho segmento. De forma general, la debilidad de las remuneraciones que ofrecen la deuda del Estado de primera clase inducirá a los inversores a buscar rentabilidades más elevadas en los bonos corporativos, lo cual debería constituir un motor de rentabilidad notable.

► **Nuestras posiciones en deuda local emergente se han visto levemente reforzadas**

La partida de deuda local emergente de Carmignac Patrimoine ha avanzado desde el 6% al 7% de los activos. Los tiempos cambian. Si, en otro tiempo, la deuda local emergente se habría contagiado, sin embargo, a lo largo de los tres meses pasados mostraron un buen comportamiento. Así, los tipos de Turquía y México cedieron un 0,25% y 0,70%, lo cual se unió a una apreciación de sus divisas del 5,7% y del 6%, respectivamente. En Brasil, la medida agresiva del Banco Central ha dado como resultado una subida de los tipos a 2 años del 0,35%, ampliamente compensada también por una apreciación cercana al 9% de la divisa. Seguimos confiando en este segmento de la cartera, por lo que recientemente hemos reforzado nuestras posiciones en Indonesia.

► **El segmento de activos líquidos se vio significativamente reforzado y mantuvimos nuestro posicionamiento frente al euro**

En Carmignac Patrimoine, la asignación a instrumentos líquidos aumentó considerablemente, del 8,7% al 19% de los activos. En el transcurso del trimestre pasado, el 14% de estos activos líquidos se invirtió en el mercado estadounidense y permitió al Fondo sacar provecho del debilitamiento del euro. En un contexto en el que el dólar debería seguir beneficiándose del diferencial de crecimiento a favor de la economía estadounidense, conservamos nuestro posicionamiento defensivo frente a la moneda única.

Contacto de prensa:

CARMIGNAC GESTION

Josipa FINK
Tfno.: +33 1 70 92 33 74
jfink@carmignac.com

GRUPO ALBIÓN

Catherine DÉOUX / Raquel ALMIRA / Eva MARTÍN
Tfno.: +34 91 531 23 88
carmignac@grupoalbion.net

Acerca de Carmignac Gestion

Carmignac Gestion, fundada en 1989 por Edouard Carmignac, es en la actualidad una de las sociedades de gestión independientes líderes a escala europea. Su capital está totalmente en manos de sus gestores y personal. De este modo, la viabilidad a largo plazo de la empresa queda garantizada por una estructura de participación accionarial estable, lo cual refleja su espíritu independiente. Este valor fundamental asegura la libertad necesaria para el éxito y reconocimiento en la gestión de carteras.

Con 47.000 millones de euros en activos gestionados, Carmignac Gestion ofrece 18 fondos en todas las clases de activos: renta fija, variable y mixta, así como una gama monetaria.

Nuestros fondos se distribuyen activamente en 11 países: Francia, Luxemburgo, Suiza, Bélgica, Italia, Alemania, Austria, España, los Países Bajos, Suecia y Singapur. Asimismo, en el contexto de su desarrollo internacional, la empresa cuenta con una filial luxemburguesa desde 1999, además de con dos oficinas de representación en Madrid y Milán desde el año 2008.