

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

I -Perspectivas económicas

► La economía estadounidense acentúa su recuperación

En los Estados Unidos, la voluntad de mantener un fuerte crecimiento se ha expresado una vez más por la acción conjunta de la Reserva Federal y el poder político. La puesta en marcha de una segunda fase de “quantitative easing” por parte de la Reserva Federal viene acompañada de un paquete de medidas fiscales que contempla la renovación, durante dos años más, de las deducciones fiscales puestas en marcha bajo la administración Bush, complementadas por la ampliación de la indemnización por desempleo a los parados de larga duración y la disminución de las cargas sociales para el conjunto de la población asalariada. Esta coordinación monetaria y fiscal aleja con fuerza el riesgo de una vuelta a la recesión. Como consecuencia de ello, la confianza de los consumidores y de las empresas ha experimentado una considerable recuperación, y se van ampliando las tímidas mejoras registradas en el mercado laboral, de tal forma que la previsión de crecimiento de los Estados Unidos para el año 2011 se sitúa en el 3,5%.

► No obstante, el repunte coyuntural deberá confirmarse más allá del próximo mes de junio

En esta situación, la incertidumbre no parece apoyarse en la realidad de esta recuperación, sino en su capacidad de convertirse en autosuficiente a partir del próximo mes de junio, fecha prevista de vencimiento del actual programa de inyecciones monetarias. Si este es el caso, existe la amenaza de un alza de los tipos de interés a largo plazo, y el mercado deberá financiar por sí mismo un déficit público cercano al 10% del PNB. Si no lo fuera, el Sr. Bernanke deberá continuar la política de estimulación de la actividad hasta que el mantenimiento de un crecimiento sostenido sea capaz, con un poco de inflación, de resolver una tasa de desempleo real cercana al 17% y un elevado sobreendeudamiento público y privado.

► La recuperación coyuntural provoca una revisión al alza de los tipos de interés

En vista de esta coyuntura de recuperación de la actividad en los Estados Unidos, la reacción de los mercados de renta fija no se ha hecho esperar, y los tipos a 10 años se han incrementado desde el 2,5% al 3,3% en menos de 10 días. ¿Cuál debería ser el nivel de equilibrio del mercado? Si estimamos el potencial de crecimiento duradero de la economía estadounidense en el 2%, y un tipo de interés real en la media histórica del 2%, una tasa del 4% parecería un objetivo razonable. Las exigencias de rendimiento por parte de los compradores de bonos deberían verse moderadas por la debilidad de la inflación subyacente (0,8%), contenida por los excedentes de capacidad productiva y el mantenimiento de los tipos de interés de referencia de los bancos centrales cercanos a cero. Por el contrario, parece probable que en el próximo mes de junio, fecha prevista para la finalización del actual programa de “quantitative easing”, los rendimientos excedan esa tasa de equilibrio, ya que la financiación por el propio mercado de un déficit público cercano al 10% del PNB podría plantear problemas en un contexto donde la recuperación de la actividad demandará por sí sola capitales.

► En Europa continúan las presiones deflacionistas

En Europa, la situación continúa siendo compleja y se mantienen las presiones deflacionistas. En estos momentos, el BCE debe enfrentarse al dilema entre una Alemania que se aproxima al pleno empleo y cuyo dinamismo económico justificaría una elevación de tipos, y los países más débiles de la zona. Dichos países deben hacer frente a una situación presupuestaria catastrófica, y es muy probable que no emprendan una reestructuración de su deuda. En estas condiciones, y en tanto en cuanto no se efectúe dicha reestructuración en los países periféricos, la mejora de los mercados europeos continuará siendo pasajera, y las expectativas de una fuerte volatilidad del euro cobrarán fuerza.

► Los países emergentes deben enfrentarse a tensiones inflacionistas, aunque de forma diferente en cada país

En los países emergentes, al contrario de lo que sucede en los países desarrollados, no se trata de reducir su deuda mediante el crecimiento, sino más bien de controlar las tensiones inflacionistas suscitadas en parte por la estimulación monetaria del viejo mundo para reducir el peso de su propio endeudamiento. Enfrentados a la vez a la llegada de capitales muy abundantes y a la subida de precios de las materias primas, dichos mercados deberán contener la apreciación de sus divisas y las tensiones inflacionistas importadas, que se añaden a las generadas por un crecimiento dinámico. Todo ello provoca presiones alcistas sobre los tipos de interés que, a su vez, mejoran el atractivo de sus divisas... Aunque en conjunto éstas se muestran vulnerables al alza de precios de las materias primas agrícolas, también aquí convendría distinguir entre los países donde la inflación no se ve agravada por cuellos de botella en las infraestructuras (China, Turquía...) y los países peor

equipados (la India, Brasil).

II - Estrategia de inversión

I – Renta variable internacional

► Los mercados de renta variable se benefician de una elevada prima de riesgo

En vista de la recuperación de la actividad en los Estados Unidos, las perspectivas de la renta variable estadounidense prevalecen claramente sobre las de los títulos de renta fija. Así, incluso si los tipos a largo plazo experimentaran más tensiones, el elevado nivel de la prima de riesgo de la renta variable (4,10%) o, dicho de otro modo, su spread de rendimiento con respecto a la renta fija, deberá permitirles evolucionar favorablemente en un escenario de crecimiento consolidado. En este contexto, Carmignac Investissement mantiene una elevada exposición a los mercados internacionales de renta variable en este comienzo de año, con una asignación de activos que favorece las temáticas de inversión capaces de aprovechar al máximo el crecimiento mundial causado por la continuidad del crecimiento emergente aunque frenado por las políticas monetarias menos expansivas y por el rebote coyuntural estadounidense.

► La mejora del nivel de vida en los países emergentes continúa siendo una tendencia dominante

La mejora del nivel de vida de los países emergentes continúa siendo la temática esencial de la cartera de Carmignac Investissement, con un 33,4% de los activos frente al 35,1% hace tres meses. Las tensiones inflacionistas observadas en los países emergentes no han invitado a reforzar la ponderación de esta temática de inversión durante el último trimestre. Hemos decidido, sin embargo, aumentar nuestra exposición al desarrollo del consumo emergente incrementando la ponderación de nuestras posiciones en LVMH y Richemont e introduciendo a Hermès, un valor atractivo desde una óptica especulativa. En el sector financiero, hemos aprovechado la debilidad de las Bolsas chinas para reforzar nuestras posiciones, sobre todo en los bancos ICBC y China Construction Bank. Además, hemos iniciado nuevas posiciones en América Latina con el banco Credicorp en Perú y Grupo Financiero Galicia, que será uno de los grandes beneficiarios de la mejora del riesgo del país argentino que prevemos. Por el contrario, hemos reducido nuestras participaciones en los bancos Itau Unibanco en Brasil y Sabanci en Turquía, que podrían sufrir las consecuencias de la introducción de políticas monetarias más restrictivas.

► Las materias primas continúan beneficiándose de abundante liquidez

La temática de inversión de materias primas ha experimentado un crecimiento en su ponderación del 9,7% al 12,4% de los activos. Espoleada por la inyección de liquidez por parte de la Reserva Federal, la revalorización de este sector nos lleva a prever una intensificación de las presiones inflacionistas —de las que es mayoritariamente responsable— en los países emergentes. First Quantum y Equinox Minerals, dos productores de cobre cotizados en Canadá, aumentan nuestra exposición al cobre, mineral por el que apostamos (véase el informe de Carmignac Commodities). Por otra parte, hemos comenzado a invertir en la empresa estadounidense Intercontinental Exchange, sociedad gestora de las principales bolsas de materias primas, lo que nos permitirá sacar partido de la fuerte demanda que registran actualmente. Además, hemos reforzado nuestra posición en Potash Corp, que se beneficia al máximo de la escalada de los precios de las materias primas agrícolas. También se ha reforzado la temática de inversión de la energía, que ha crecido desde el 14% al 15,4% de los activos. A partir de ahora, el aumento de la demanda de los países de la OCDE se añade al de China, y ejerce presiones al alza sobre los precios de los hidrocarburos.

► Los valores defensivos y la exposición en las minas de oro han experimentado una reducción

La ponderación de los valores defensivos se ha reducido sensiblemente, desde un 8% a un 4,7% de los activos de Carmignac Investissement. El buen tono de la economía mundial nos ha impulsado a reducir esta partida con el fin de exponer más la cartera a las temáticas más favorecidas por el crecimiento. La ponderación de las minas de oro ha variado desde el 13,6% al 12,3%. La perspectiva de una política monetaria europea menos complaciente pesa sensiblemente sobre la cotización del oro, al igual que el alza de los rendimientos reales de la renta fija lo hace en las economías desarrolladas. Sin embargo, nos parece que el metal amarillo continúa siendo la cobertura última en este entorno económico tan particular donde los temores deflacionistas alimentan la pérdida de valor de la deuda pública y de las divisas.

II – Motores de rentabilidad de la renta fija

► Los bonos corporativos continúan siendo dominantes en nuestra asignación de activos

Para el año 2011, los bonos corporativos se beneficiarán de una mejora macroeconómica que, no obstante, deberá hacer frente al riesgo de subida de tipos. Nuestra asignación de activos se ha adaptado alejándola de los bonos más sensibles a esta subida, cuyo impacto no se produce de forma lineal. Estos efectos dependen del spread de crédito, cuya compresión tiende a contrarrestar el efecto negativo de un alza de tipos. Nuestras inversiones favorecerán los bonos que se beneficien de este tipo de efecto "amortiguador".

► El segmento de "alto rendimiento" ofrece numerosas oportunidades

Los bonos corporativos de alto rendimiento, al igual que la renta variable, pueden generar una rentabilidad absoluta positiva en un movimiento de alza de tipos contenido. Prueba de ello son las calificaciones BB (prima entre 300 y 450 puntos básicos) y aún más la deuda con calificación B (prima por encima de 450 puntos básicos). Contemplamos invertir en las empresas un poco más endeudadas pero que siguen ofreciendo unas buenas perspectivas en un contexto de recuperación económica. A modo de ejemplo, hemos invertido en Fortescue, uno de los mayores productores de hierro australiano, que cuenta con una calificación B y ofrece un rendimiento del 6,4% a cuatro años.

► La cartera de deuda pública ha disminuido

La ponderación de la deuda pública de los países desarrollados en la cartera de Carmignac Patrimoine ha experimentado una reducción y representa el 6,6%. Endeudamiento público masivo, valoraciones exigentes —con el consiguiente posicionamiento de los inversores— y políticas de reflación representan numerosas dificultades para esta clase de activos, como ya adelantábamos al principio de este informe. No obstante, la combinación de una inflación débil ligada y las medidas de “quantitative easing” de la Reserva Federal deberían evitar una evolución muy negativa. El mantenimiento de nuestra exposición residual se justifica a efectos de protegernos contra cifras de crecimiento decepcionantes a pesar de los medios empleados o incluso de un empeoramiento de la crisis europea y un contagio a otros países como España. Nuestra exposición se compone de bonos con un vencimiento medio de 4,3 años. El riesgo de activos de renta fija está íntegramente cubierto por la venta de contratos de futuros sobre bonos estadounidenses y alemanes. Las inversiones en deuda pública emergente también se han recortado y representan el 7,8% de los activos de Carmignac Patrimoine, con un 6,6% invertido en deuda emergente en divisa local.

Relaciones con la prensa:**CARMIGNAC GESTION****Agnès Séverin**

Co-Head of Communication

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 Carmignac, 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 cercano a 55.000 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.