

## **Perspectivas económicas y estrategia de inversión para el tercer trimestre de 2011**

### **I – Perspectivas económicas**

► **Los países desarrollados se enfrentan al riesgo de «japonización»**

Ante el problema del sobreendeudamiento público, el crecimiento de los países desarrollados corre el riesgo de verse debilitado de forma permanente por las presiones recesivas surgidas de la reducción del endeudamiento, como le ocurrió al crecimiento de la economía japonesa tras el estallido de su crisis crediticia a principios de los años 90. Las políticas de austeridad que se han puesto en marcha o que simplemente han sido aconsejadas hacen que el riesgo de una «japonización» de las economías desarrolladas sea cada vez más importante. Ante un clima deflacionista persistente, la vuelta al rigor presupuestario es, efectivamente, problemática. Unas medidas de austeridad prematuras podrían provocar efectos recesivos sobre el crecimiento, haciendo que sea cada vez más difícil la absorción de los déficits públicos.

► **La falta de decisión de las autoridades europeas agrava la crisis y produce efectos de contagio**

En Europa, donde el riesgo de espiral deflacionista para algunos estados miembros es especialmente elevado, el FMI y los países más virtuosos de la zona imponen un rigor presupuestario suicida a los países sin crecimiento, mientras que el BCE redobla la presión con sus subidas de los tipos de referencia. El ejemplo japonés constituye, por tanto, una demostración palpable de los peligros de esta política. La imposibilidad de los países debilitados de devaluar sus monedas no les deja otra opción que la reestructuración de sus deudas —de la forma más organizada posible—, acompañada de duras medidas que mejoren su competitividad económica. Los repetidos ataques por parte de los mercados lo evidencian, pero la resistencia dogmática del BCE hace que cada día que pasa el inevitable ajuste sea cada vez más difícil y costoso para los países periféricos. Además, produce un temible riesgo de contagio a España, Italia y, quizás mañana, a Francia.

► **El aplazamiento de la inevitable reestructuración de la deuda griega pesa sobre el crédito de los estados europeos**

Por una vez y sin que sirva de precedente, las perspectivas de evolución de los tipos en Europa corren el riesgo de alejarse de las de los Estados Unidos. La ralentización coyuntural al otro lado del Atlántico influye en nuestras economías con el retraso habitual de 3 a 6 meses, reduciendo así el potencial de recuperación de los tipos largos. En la parte corta de la curva de tipos, la creciente debilitación de los países europeos «periféricos» exige a la dirección del Banco Central Europeo una política monetaria menos intransigente, lo que en nuestra opinión reduce la probabilidad de una nueva subida de los tipos de referencia de aquí a finales de año. Por el contrario, el desastroso aplazamiento de la inevitable reestructuración de la deuda griega pesará sobre el crédito del conjunto de países europeos. El deber de

asistencia a una creciente lista de países debilitados —la salvación del euro obliga— pesará sobre el balance de los emisores de deuda pública calificada AAA.

► **La ralentización económica en Estados Unidos será más persistente de lo previsto por el mercado/consenso**

En Estados Unidos, la ralentización que ha comenzado durante el segundo trimestre se percibe aún de forma generalizada como una pausa en medio del ciclo provocada por una liquidación de inventarios normal en esta fase y por factores exógenos temporales. A pesar de que consideramos factible la mejora de los datos macroeconómicos en los próximos meses como consecuencia de la caída del precio del petróleo y los efectos positivos para la producción derivados del restablecimiento de la cadena de suministro japonesa, creemos que este rebote será de corta duración debido, al menos, a tres razones. La primera es que los indicadores adelantados del crecimiento estadounidense se han debilitado demasiado estos últimos meses como para no indicar más que una inflexión del ciclo ligera y pasajera. La segunda es que determinadas variables que contribuyen al crecimiento actual están ya en su máximo de contribución posible. Así, las ventas minoristas difícilmente pueden seguir creciendo a un ritmo del 7,5% al año. El tercer motivo de nuestro escepticismo, y el más importante, se refiere a la persistencia de los efectos deflacionistas de la reducción del endeudamiento de la economía, que llevan a las empresas a asumir un riesgo mínimo y que se traduce más claramente en la persistente debilidad del mercado laboral estadounidense, la cual contribuye a la reducción del potencial de la demanda interna y a la prolongación del marasmo inmobiliario.

► **De nuevo, el universo emergente podrá ofrecer un contrapeso a los problemas del universo desarrollado**

Si bien reconocemos haber sido demasiado optimistas a lo largo del trimestre que termina respecto a los plazos de caída de la inflación, vemos con convicción el fin inminente del endurecimiento monetario en China, donde la inflación debería tocar techo en los dos próximos meses. El consiguiente fin del endurecimiento monetario ofrecerá un potente contrapeso al crecimiento mundial frente a la previsible debilidad de las economías avanzadas. Este crecimiento, que auguramos vigoroso, permitirá abordar el endeudamiento de las regiones como permitió, hace algunos años, abordar el problema de los créditos dudosos de los bancos. Si el universo emergente fuera capaz de orientar su crecimiento hacia el consumo interno, podría incluso estar interesado en que el crecimiento de las economías avanzadas estuviera ralentizado de forma prolongada, ya que la menor demanda de materias primas contribuiría a que las presiones inflacionistas fueran menores. De este modo, los países que no se enfrentan a problemas reales de endeudamiento público mantienen un potencial de crecimiento muy elevado y algunos de ellos están incluso a punto de ver su inflación estabilizarse e incluso retroceder. En estas condiciones, las valoraciones bursátiles nos parecen especialmente atractivas, con PER previstos para 2012 de 13 veces en la India o de 9 veces para las acciones chinas que cotizan en Hong Kong. Preferimos estos mercados a Corea o Taiwán, cuyas economías dependen más de las exportaciones a países desarrollados.

## II - Estrategia de inversión

### I – Renta variable internacional

#### ► Mantenemos una alta exposición a los países emergentes

Para las economías desarrolladas, asfixiadas entre la crisis europea y la reducción del endeudamiento, el potencial de crecimiento está muy debilitado y los riesgos han aumentado. Esta constatación nos lleva a mantener una importante exposición a los mercados emergentes debido a la capacidad de algunos de ellos para compensar la debilidad de las economías desarrolladas. Por otro lado, la exposición a otras divisas que no sean el euro permitirá a los fondos internacionales sacar provecho de su apreciación frente a una divisa europea sobrevalorada y debilitada por las grandes incertidumbres. Carmignac Investissement comienza el trimestre con un nivel de liquidez elevado al 6,2% y una exposición al dólar y a las divisas emergentes del 56%. La temática de la mejora del nivel de vida de los países emergentes se ha reforzado, pasando del 34,1% al 38,6% de los activos de Carmignac Investissement, como muestra de nuestra creciente confianza en la evolución favorable de su lucha contra la inflación.

#### ► Nuestra ponderación en energía permanece estable, mientras que hemos reducido nuestras posiciones en metales diversificados

La temática de la energía se ha mantenido en el 15,5% de los activos de Carmignac Investissement y hemos financiado el refuerzo de nuestras inversiones en prometedoras empresas de exploración/producción (HRT Participações, Tullow Oil y Woodside Petroleum) mediante el recorte de las posiciones en empresas de servicios petrolíferos (Transocean, National Oilwell, Schlumberger). Además, hemos reducido nuestra exposición a los metales diversificados del 9,3% al 4,8% de los activos. Creemos que este sector es especialmente vulnerable a la ralentización económica y a la reducción de la liquidez. En consecuencia, hemos liquidado por completo nuestras posiciones en Freeport McMoran, Xstrata y Antofagasta.

#### ► Mantenemos nuestro componente de empresas de oro

El peso de las minas de oro se ha mantenido estable con el 11,2% de los activos del Fondo. El agravamiento de la crisis europea y el descontrol de las cuentas públicas estadounidenses son factores que debilitan a las divisas y a la deuda pública y deberían traducirse en nuevas subidas del precio del oro. Además, las minas de oro pocas veces han estado tan infravaloradas a la vista del precio del metal amarillo. Esta posición estratégica en la estructura defensiva de la cartera debería contribuir considerablemente a la rentabilidad relativa y absoluta en los próximos trimestres.

#### ► La temática de la innovación se ha reducido a favor de un refuerzo de los valores defensivos

La temática de la innovación, igualmente sensible a la actividad internacional, se ha reducido (del 15,1% al 11,6% de los activos de Carmignac Investissement) a favor del sector de las tecnologías de la información, donde nuestras dos estrellas, Apple y Oracle, han mostrado una buena evolución. Lógicamente se ha modificado la ponderación del sector de valores defensivos (de 4,9% al 12,4% de los activos), principalmente mediante el refuerzo de las posiciones en Nestlé, Mead Johnson (nutricionista estadounidense con gran presencia en China) y Vertex Pharmaceutical, empresa de biotecnología pionera en la lucha contra la hepatitis C.

## II – Motores de rentabilidad de la renta fija

### ► Hemos reducido ligeramente nuestra asignación a bonos corporativos

Nuestra asignación a bonos corporativos se ha reducido muy ligeramente, del 34% al 32% de los activos de Carmignac Patrimoine. Los fundamentales de las empresas siguen dando muestras de solidez y sosteniendo a esta clase de activo, incluso si su resistencia ante un choque macroeconómico sería probablemente temporal. Con una tasa de inflación de alrededor del 3%, tanto en Europa como en los Estados Unidos, y unos tipos de interés del 1,5% y 0,25% respectivamente, los bonos corporativos siguen siendo una inversión atractiva, ya que los segmentos de bonos de alto rendimiento y con calidad crediticia proporcionan rendimientos del 7,3% y 4% respectivamente.

### ► La partida de deuda pública de los países desarrollados se ha mantenido estable, pero seguimos gestionando activamente la sensibilidad

La partida de deuda pública de los países desarrollados se ha mantenido estable en un 3,65% de los activos de Carmignac Patrimoine. Durante el trimestre pasado, la sensibilidad del Fondo ha sido objeto de una gestión táctica que ha evolucionado entre 0,5 y 6. La falta de determinación europea a la hora de reconocer el impago griego crea un contexto peligroso de contagio que refuerza las presiones deflacionistas en los países debilitados por un elevado endeudamiento. Así, la prima exigida de la deuda pública francesa frente a la alemana está en máximos con 63 puntos básicos. Desde hace ya 18 meses, la cartera no incluye activos de deuda pública europea, excepto la deuda pública alemana.

### ► Hemos recogido beneficios en la partida de deuda pública emergente

Las inversiones en deuda pública emergente también se han recortado del 8,2% al 4,3% de los activos de Carmignac Patrimoine (con un 3,3% invertido en deuda emergente en divisa local). A pesar de los temores de ralentización en EE.UU. y el agravamiento de la situación presupuestaria de los países periféricos europeos, varios países emergentes (Brasil, Colombia, Filipinas y Hungría) se han beneficiado de una mejora de la calificación de su deuda. Esto nos ha permitido acumular considerables beneficios de nuestras posiciones en Brasil, Colombia, México e Indonesia y disminuir nuestra posición en Hungría. No obstante, prevemos volver a comprar deuda local de determinados países emergentes para así beneficiarnos del ciclo de relajación de los tipos largos que debería comenzar.

### ► La liquidez se ha reforzado

Nuestra asignación a instrumentos líquidos se ha llevado del 13% al 17% y una parte de nuestras ventas de renta variable se ha convertido en bonos del Tesoro estadounidense.

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

Agnès Séverin

Tfno.: + 33 1 70 38 56 85

[aseverin@carmignac.com](mailto:aseverin@carmignac.com)**Josipa FINK**

Tfno.: +33 1 70 92 33 74

[jfink@carmignac.com](mailto:jfink@carmignac.com)**GRUPO ALBIÓN**

Catherine DÉOUX

Tfno.: +34 91 531 23 88

***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 cerca de 50.000 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.