

## Tercer trimestre de 2009

### Carmignac Gestion

## Perspectivas económicas y estrategia de inversión

### I - Perspectivas económicas

- Se ha confirmado la recuperación económica mundial, pero aumentan las diferencias entre los países desarrollados y los países emergentes.

Si bien los economistas del FMI vislumbran una confirmación de la recuperación del crecimiento de los países desarrollados para 2010 (+1,6% en Estados Unidos y Japón, y +0,3% en Europa), el conjunto de los países desarrollados está tardando en confirmar una dinámica de crecimiento permanente. En efecto, a pesar de los planes de reactivación, esta vuelta al crecimiento puede ser atribuida principalmente a la mejora de las balanzas comerciales (vinculada a la disminución de las importaciones) y a una resistencia del consumo que superó las expectativas. El buen comportamiento de la demanda final se apoya, sin embargo, sobre elementos que podrían resultar frágiles. Además del clásico “efecto ganga” derivado de las medidas de apoyo como el “subsidio de desguace” en el sector de la automoción en Estados Unidos, el consumo se ha beneficiado del descenso de los precios al consumo (-1,5% interanual). Los efectos inmediatos de este descenso en términos de aumento del poder adquisitivo parecen difícilmente reproducibles en el período venidero, sobre todo a causa del descenso de los salarios por hora.

- El universo emergente, y en primer lugar China, muestra sanas perspectivas de crecimiento.

Esta situación contrasta claramente con la notable resistencia de la que hacen gala los países emergentes. La eficacia de sus planes de reactivación ha permitido a China, en particular, restablecerse con una tasa de crecimiento próxima al 9%, mientras que la India retoma un crecimiento superior al 6% y Brasil se recupera con fuerza. El dinamismo mostrado por la economía china beneficia ampliamente a sus vecinos más dependientes de los mercados exteriores: tanto Taiwán como Corea del Sur ven cómo sus exportaciones contribuyen nuevamente con fuerza a su crecimiento gracias al dinamismo de su poderoso vecino. Corea, por ejemplo, está sólo un 6% por debajo de su nivel de exportaciones anterior a la conmoción de Lehman Brothers. El vigor de la demanda china beneficia también a los países productores de materias primas, que presentan tasas de crecimiento envidiables.

- ▶ Las autoridades públicas deben mantener su apoyo a las economías desarrolladas.

En un contexto en el que la recuperación económica de los países desarrollados no es del todo firme, nos parece esencial que las autoridades públicas mantengan sus políticas de apoyo tanto presupuestarias como monetarias. Paradójicamente, el riesgo más dañino para nuestro escenario sería el de la percepción de una recuperación económica demasiado rápida que justificara una normalización prematura de las políticas monetarias en los países más estratégicos para el equilibrio mundial. Una suspensión de las medidas no convencionales por parte de la Reserva Federal conduciría inevitablemente a una notable subida de los tipos de los bonos y a una reducción apreciable de la liquidez. Creemos que las principales economías avanzadas deberán, pues, proseguir con sus políticas acomodaticias, aplazando los inevitables ajustes: la contracción de la liquidez y, sobre todo, el restablecimiento de las cuentas públicas. Debe poder darse continuidad al lento proceso de reducción del apalancamiento para garantizar la transferencia de la deuda de la esfera privada a la esfera pública a unas tasas de financiación soportables por todos los gobiernos.

## II - Estrategia de inversión

### I – Renta variable internacional

- ▶ El contexto de mercado sigue siendo favorable para los mercados bursátiles y justifica nuestro posicionamiento agresivo.

Nuestro optimismo del trimestre anterior en cuanto a la continuidad de la recuperación bursátil no se vio defraudado, y la evolución de los últimos meses refrenda claramente nuestra elección estructural de invertir en los argumentos relacionados con la mejora del nivel de vida en los países emergentes y de su consecuencia directa, que es la escasez de recursos naturales. Por otra parte, la notable resistencia de los mercados de renta variable de los países desarrollados frente a la serie de cifras económicas decepcionantes al otro lado del Atlántico, desde finales de septiembre hasta principios de octubre, justifica nuestra elección de mantener nuestra exposición bursátil en un nivel elevado. En efecto, el débil crecimiento de las economías desarrolladas presenta la ventaja de aplazar lo que se ha dado en llamar “estrategias de salida” de las políticas monetarias y presupuestarias expansionistas. Creemos que esta combinación de factores, sumada a unos tipos próximos a cero y unos niveles de liquidez más que abundantes, constituye un contexto favorable para las bolsas.

- ▶ En nuestra opinión, los mercados no están sobrevalorados.

Dado que, después del alza de este verano, las empresas estadounidenses están valoradas en 17,5 veces sus beneficios medios de los diez últimos años (es decir, casi un 10% por encima de su valoración media de los veinte últimos años), el múltiplo de beneficios de 14,8 veces previsto para 2010 sigue siendo razonable, especialmente gracias a los incrementos actuales de productividad. Los recortes de costes realizados por las empresas a pesar de la caída de la actividad, conjuntamente con la disminución de la carga que supone la deuda gracias a la reducción de su endeudamiento, constituyen dos factores muy favorables para la rentabilidad de las empresas. Por lo que respecta a las empresas de países emergentes y de los productores de materias primas, éstos mantienen su descuento medio del 20% en relación con los índices de las Bolsas de los países desarrollados, a pesar de su reciente apreciación y sus perspectivas claramente más favorables.

- ▶ Continuamos expuestos a los argumentos de inversión relacionados con la mejora del nivel de vida en los países emergentes y los recursos naturales.

Por lo que respecta a la parte agresiva de la cartera de Carmignac Investissement (70%), el argumento de la mejora del nivel de vida en los países emergentes conserva su preeminencia, con un 26,2% del total de la inversión. La crisis demostró ser un acelerador del reequilibrio mundial del que se benefician nuevos países. La normalización de las políticas monetarias permitidas por la rápida mejora económica de los principales países emergentes contribuye a que se acelere la apreciación de las divisas emergentes frente a las principales monedas internacionales, lo que representa un estímulo adicional para invertir en el universo emergente. Los recursos naturales representan, por su parte, el 23,7% de la inversión de Carmignac Investissement. La solidez de la demanda de materias primas en los países emergentes, combinada con el hecho de que la demanda parece haber tocado fondo en los países desarrollados, reafirma nuestra confianza en las perspectivas a mediano plazo.

- ▶ Mantenemos un componente defensivo equivalente al 30% de los activos de Carmignac Investissement.

Junto con el 70% invertido en los argumentos relacionados con el crecimiento, el Carmignac Investissement posee un compartimento defensivo que representa el 30% de la cartera, compuesto por valores defensivos (salud, consumo no cíclico, etc.) y posiciones en oro. El oro, que representa el 13,2% de la inversión de Carmignac Investissement, continúa ofreciendo la mejor cobertura contra la materialización de los riesgos tanto inflacionistas como deflacionistas.

## **II – Motores de rentabilidad de las obligaciones**

- ▶ Proseguimos con nuestra estrategia destinada a obtener beneficios a partir de la relajación de las primas sobre la deuda corporativa.

En su conjunto, los bonos de las empresas se beneficiaron en los últimos meses de un fuerte estrechamiento de las primas de riesgo aprovechando la mejora del contexto económico. Creemos que dicho movimiento continuará, pero en un contexto de rendimiento superior de los bonos más arriesgados con respecto a los menos arriesgados. Habida cuenta de que el entorno económico se ha vuelto más favorable, hemos iniciado una rotación de cartera vendiendo los bonos con primas inferiores a 80 puntos básicos para concentrarnos (en un 40% de la cartera corporativa) en primas más generosas del 2% y superiores sobre los bonos cuyo perfil de riesgo/rendimiento nos resulta atractivo. La partida de bonos corporativos representa un 30% de los activos de Carmignac Patrimoine.

► Las estrategias emergentes han sido reforzadas.

La brecha macroeconómica observada entre los mercados desarrollados y los mercados emergentes contribuye a un movimiento de apreciación de las divisas emergentes. Así, las primas de riesgo sobre las deudas externas han disminuido durante el trimestre, sobre todo tras la entrada de la deuda de Brazil en la categoría de grado de inversión. En cuanto a las deudas locales, éstas se beneficiaron de la relajación de los índices de inflación, lo que permitió a los bancos centrales continuar con su política acomodaticia. En este contexto, hemos reforzado nuestras estrategias emergentes por lo que respecta tanto a la deuda local y a la deuda externa como a las divisas. Esta partida representa ahora el 10,5% de los activos de Carmignac Patrimoine.

► La deuda pública presenta un perfil riesgo/rendimiento poco atractivo.

Aun en nuestro escenario de recuperación lenta de la actividad en los países desarrollados, la deuda pública de los países desarrollados parecen presentar un perfil riesgo/rendimiento poco atractivo. No creemos que el descenso de tipos observado en el último trimestre sea un fenómeno sostenible. En ese contexto, la partida de deuda pública en Carmignac Patrimoine pasó del 15% al 10% de sus activos.

► Mantenemos nuestro posicionamiento en bonos estadounidenses indexados a la inflación.

Por el contrario, hemos considerado prudente reforzar nuestras posiciones en bonos indexados a la inflación estadounidense, puesto que, aunque la inflación salarial debería mantenerse en niveles prácticamente inexistentes habida cuenta de la debilidad del mercado de trabajo, la inflación nominal debería subir en los próximos meses a causa de efectos estadísticos “de base” desfavorables. Esta partida representa el 9% de los activos de Carmignac Patrimoine.

**Contacto de prensa:**

**CARMIGNAC GESTION**

Josipa FINK

Tfno.: +33 1 70 92 33 74

[jfink@carmignac.com](mailto:jfink@carmignac.com)

**GRUPO ALBION**

Catherine Déoux / Raquel Almira / Santiago Esteban

Tfno.: +34 91 531 23 88

[carmignac@grupoalbion.net](mailto:carmignac@grupoalbion.net)

*Acerca de Carmignac Gestion*

Carmignac Gestion, fundada en 1989 por Edouard Carmignac, es en la actualidad una de las empresas 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 aproximadamente unos 30.000 millones de euros en activos gestionados, Carmignac Gestion ofrece 19 fondos en todas las clases de activos: renta fija, variable y mixta, así como una gama monetaria.

Nuestros fondos se distribuyen activamente en 8 países europeos: Francia, Luxemburgo, Suiza, Bélgica, Italia, Alemania, España y los Países Bajos. Asimismo, en el contexto de su desarrollo internacional, la empresa cuenta con una filial luxemburguesa desde 1999, además de con dos sucursales representativas en Madrid y Milán desde el año 2008.