

## **Carmignac Gestion - Perspectivas económicas y estrategia de inversión del segundo trimestre de 2009**

### **I – Perspectivas económicas**

#### **► La economía mundial ha entrado en una fase de normalización**

Al cierre del trimestre anterior, afirmábamos que habíamos dejado atrás lo más grave del deterioro económico. Los datos macroeconómicos de estos últimos meses validan esta opinión. Es evidente que aún queda mucho camino por recorrer, puesto que el repunte de los países desarrollados sigue siendo titubeante. Sin embargo, parece que la economía mundial ya ha entrado en una fase de normalización. Las autoridades políticas y, sobre todo, las monetarias han proporcionado los medios necesarios para reactivar la maquinaria económica, en especial en los países anglosajones. Tanto su activismo como el éxito de la cumbre del G-20 pudieron con el estado de pánico que aún reinaba a principios de marzo. Es posible que el plan Geithner (PPIP), destinado a que los bancos se deshagan de sus activos tóxicos, únicamente se aplique en proporciones muy limitadas, puesto que la clara mejora de las perspectivas de valoración de dichos activos anima a sus titulares a conservarlos. Además, el pronunciamiento de la curva de tipos de interés, que se deriva de las mejores expectativas sobre el futuro económico y del mantenimiento de los tipos directores en niveles muy bajos, permite a los bancos comerciales recuperarse: la tradicional actividad de transformación (endeudarse a corto plazo para prestar a largo plazo ¡al gobierno!) vuelve a ser muy lucrativa. Las ganancias retiradas cubrirán las pérdidas que se registrarán sobre todo en el sector inmobiliario comercial y las cartas de crédito, y permitirán que la capacidad de los bancos para prestar al sector privado no se vea demasiado obstaculizada.

#### **► Se ha desestimado el riesgo de inflación a medio plazo**

Se han dejado atrás los temores deflacionistas para dar paso a una reaparición de las previsiones de inflación a medida que avanza el repunte de las cotizaciones de las materias primas y a la concentración por parte de los mercados en las estrategias para salir de la crisis, lo que puede considerarse como la materialización de este cambio de perspectiva. Creemos que el temor a dicho repunte es precipitado. En realidad, la debilidad del mercado laboral hace bastante improbable que se produzca una espiral inflacionista derivada de un aumento de los salarios. Además, el bajo porcentaje de capacidad de utilización de producción en Estados Unidos hace que se desvanezca cualquier intención de subida de precios por parte de los industriales.

#### **► La reducción del apalancamiento ya está en marcha**

Las estadísticas estadounidenses indican un descenso pronunciado de la actividad crediticia, acompañado de una caída del crédito concedido al sector privado. El factor positivo para los bancos es que dicho descenso se atribuye básicamente al crédito concedido fuera del sistema bancario (titulización, AIG, fondos de cobertura). Por consiguiente, aunque el volumen total de los créditos tienda a la baja, los bancos seguramente observen un aumento del total de su cuota de mercado en lo relativo a la actividad crediticia. La disminución del crédito pone de manifiesto la reducción del

apalancamiento por la que debe pasar inexorablemente el saneamiento financiero de las economías desarrolladas. Dejar que se reduzca el crédito sin perjudicar el crecimiento económico es el escollo al que se enfrentan las políticas económicas y monetarias aplicadas en la actualidad; y la obtención de un pronunciamiento ostensible de la curva de tipos constituye un primer triunfo. Supone un avance firme hacia la superación de la crisis.

#### ► El consumo deberá entregar el testigo a la inversión

Por el momento, la actividad en Estados Unidos únicamente muestra leves indicios de mejora. Aunque los indicadores precursores del crecimiento (en especial, los índices ISM) han ganado terreno desde el mes de febrero de 2009, los datos reales aún no confirman el repunte anunciado. El nivel de las existencias sigue corrigiéndose ante la debilidad de la demanda mundial, y no permite por ahora que la producción industrial vuelva a mostrar crecimiento, pero deja intacto el potencial para una recuperación en el futuro. Por el otro lado, el consumo en Estados Unidos se ha mantenido (+1,4% en el primer trimestre y los datos son aún más positivos para el segundo) a pesar de que el mercado laboral sigue destruyendo empleo. No obstante, como dato alentador, dicha destrucción se ha desacelerado (345.000 en mayo y 467.000 en junio frente a los 741.000 de enero). En este contexto, consideraremos que el repunte mundial cuenta con unos buenos fundamentos cuando se constate que la recuperación de los inventarios haya arrancado definitivamente y las bolsas mundiales hayan afirmado su repunte, dos condiciones necesarias para que vuelva a ponerse en marcha la maquinaria de la inversión. En esta fase del ciclo económico y para que perdure la mejoría coyuntural, creemos que es necesario que desaparezca el mínimo deterioro económico y su lugar lo ocupen unas cifras de crecimiento positivo en un futuro no muy lejano. Sin embargo, no estamos especialmente preocupados. La coyuntura en Estados Unidos debería recuperar la buena senda durante los próximos meses gracias a la doble repercusión de un plan de reactivación de la administración Obama (6% del PIB en dos años) y la recuperación del mercado crediticio derivada del excelente reflote del aparato bancario en este segundo trimestre.

#### ► El reequilibrio mundial se acelera

Aunque las economías avanzadas por el momento únicamente muestran un dinamismo moderado, no se puede decir lo mismo de los principales países emergentes. Su resistencia ante la falta de reacción de los países desarrollados es muy alentadora. Se prevé que el crecimiento chino supere el 7% este año, mientras que India y Brasil siguen beneficiándose de unas expectativas sólidas. Estos datos ratifican nuestro análisis, según el cual la crisis internacional constituye un acelerador del reequilibrio mundial. Asimismo, vienen a reafirmar nuestra previsión de que regresaremos a una situación más favorable para la recuperación de la actividad mundial y la inversión en renta variable.

## II - Estrategia de inversión

### I – Renta Variable Internacional

#### ► Concebimos una situación de repunte no inflacionista

Entre las inyecciones masivas de liquidez en los países desarrollados, de las que no cabría esperar una reaparición de la inflación, y la resistencia de los países emergentes más relevantes, parece que la coyuntura ratifica nuestra previsión de una reactivación no inflacionista, aunque su implantación no será lineal. La sensibilidad a los datos macroeconómicos, sobre todo los estadounidenses, alimentará la volatilidad, puesto que el perfil del repunte en el universo desarrollado puede verse frenado. Dicho esto, la envergadura de la recuperación de los mercados vivida entre los meses de marzo y mayo apenas tiene precedentes, por lo que parece lógico preguntarse si los mercados bursátiles no van demasiado por delante de la economía.

#### ► La valoración de los mercados de renta variable sigue ofreciendo oportunidades

En la actualidad, las valoraciones de las empresas estadounidenses ascienden a 16,3 veces sus beneficios medios de los diez últimos años, a saber, su valoración media de los 20 últimos años. Por tanto, se encontrarían a su precio justo según los datos históricos, aunque el deterioro de las expectativas económicas al otro lado del Atlántico podría legitimar un múltiplo de beneficios más débil. Por el contrario, en el caso de las empresas emergentes y de materias primas, pese a su intensa recuperación reciente y sus perspectivas claramente más favorables, se prevé que los beneficios de 2009 sean un 20% inferiores a los del conjunto de los títulos incluidos en el índice bursátil de los países desarrollados.

#### ► Mientras esperamos a que se confirme el repunte de la economía real, mantenemos nuestro componente defensivo

En este contexto, esperamos que se publiquen datos más alentadores sobre la inversión en Estados Unidos para volver a exponernos a los temas más sensibles al crecimiento económico. Confiamos en la actual estructura de nuestras carteras. Por consiguiente, Carmignac Investissement conserva la estructura “Barbell” que tan buenos resultados ha conseguido desde octubre de 2008. Un 32% de los activos del Fondo se destina a inversiones marcadamente defensivas (liquidez, oro y sectores defensivos), mientras que un 62% se invierte en los temas mejor posicionados para sacar partido del repunte económico. Así pues, el Fondo debería ser capaz de amortiguar los movimientos de repliegue y, al mismo tiempo, beneficiarse en gran medida de los periodos alcistas.

#### ► La mejora del nivel de vida en los países emergentes sigue siendo clave

Los principales mercados emergentes gozan de unas perspectivas mucho más optimistas que durante las últimas desaceleraciones económicas, gracias a dos factores principales de respaldo:

- una sólida posición presupuestaria, reforzada por abundantes reservas de divisas y un excedente en el balance por cuenta corriente que permite a las autoridades aplicar las políticas fiscales y monetarias que se necesitan hoy en día. El persistente crecimiento del crédito en China y la flexibilidad de la política monetaria en Brasil son claros ejemplos de ello.
- un consenso político que favorece reformas estructurales en casi todas las grandes economías emergentes. El ejemplo más reciente es el resultado de las elecciones indias que se decantó del lado de la corriente reformista.

La rentabilidad superior de los mercados emergentes frente a los desarrollados se inició a finales de 2008 y se ha acelerado en el segundo trimestre. La diferencia es cada vez mayor, sobre todo con el descenso de la aversión al riesgo en todo el mundo. No cabe la menor duda de que esta tendencia está relacionada con la dinámica positiva mostrada por la economía china en los seis últimos meses. Varios países emergentes han publicado estadísticas económicas muy superiores a los pronósticos pesimistas de principios de año. De hecho, a las entradas de capitales internacionales, que aumentan con fuerza, se les han unido grandes inversiones por parte, sobre todo, de partícipes nacionales de Asia (en parte gracias a unos tipos de interés bajísimos). A la vista de estos elementos, la mejora del nivel de vida en los países emergentes se reafirma como tema principal de nuestra gestión, con un 27% de los activos de Carmignac Investissement.

► **Los recursos naturales se ven favorecidos por el vigor de la demanda china**

La partida de recursos naturales ha registrado una leve erosión durante el trimestre, al pasar de casi un 25% de los activos a un 23%, como consecuencia principalmente de una rentabilidad relativa negativa. Los mercados esperaban una confirmación del repunte de la inversión en los países desarrollados, algo importante y que explica la corrección bursátil de los sectores de energía y materiales básicos tras la destacadísima rentabilidad superior cosechada desde principios de año. Por consiguiente, el dinamismo relativo de China comparado con el del resto del mundo tiene una gran repercusión en las materias primas. Históricamente, para la mayoría de las materias primas, el país asiático representaba entre un 25% y un 30% de la demanda mundial. Habida cuenta del debilitamiento de las economías desarrolladas, la cuota ha pasado a ser de un 40% o incluso más. Este fenómeno, amplificado por la aceleración del crecimiento del conjunto del universo emergente, entraña dos consecuencias: un respaldo superior al previsto de la demanda a corto y medio plazo y el mayor riesgo de que escasee de verdad la oferta de determinadas materias primas a largo plazo. Por lo que respecta a la continuidad de la disminución de la oferta, esta dinámica constituye, sin duda, un factor estructural para la inversión en las empresas productoras de materias primas.

► **Alentados por una coyuntura favorable de los intereses, los grandes bancos de EE. UU. recuperan la senda del crecimiento**

Los bancos anglosajones representan casi un 12% de los activos de Carmignac Investissement. Los bancos estadounidenses que han saneado sus balances se encuentran en estos momentos en una situación especialmente envidiable, puesto que la inclinación de la curva de tipos les permite, dada su actividad de transformación, cubrir el grueso de las pérdidas derivadas de sus actividades que aún están expuestas a los efectos de la crisis.

## **II – Motores de rentabilidad de la Renta Fija**

► **La deuda privada sigue siendo nuestro vector de rentabilidad preferido**

En una situación en la que los tipos están marcados por un Eonia al 0,4%, la búsqueda de valores para que arrojen buenos resultados es uno de los principales ejes de nuestra gestión. Las obligaciones privadas emitidas por firmas privadas de calidad con duraciones moderadas (menos de cinco años) siguen siendo nuestras inversiones favoritas en el universo de la renta fija. Los diferenciales crediticios han registrado un considerable estrechamiento relacionado con la normalización de la economía durante los últimos meses. Sin embargo, la valoración actual de las primas de riesgo, que coincide con una economía a punto de salir de la recesión, todavía no refleja las perspectivas de repunte y sigue ofreciendo potencial de avance. En este contexto, hemos decidido estructurar la partida de deuda privada de Carmignac Patrimoine (que ha pasado de un 19% a un 29% durante el trimestre) alrededor de sectores defensivos

(consumo no cíclico, salud) para los que no prevemos ningún estrechamiento de los diferenciales crediticios y que ofrecen una rentabilidad satisfactoria. A esta componente se une la deuda de los sectores más cíclicos (finanzas, materias primas, industria, consumo cíclico) que, además de ofrecer rentabilidades elevadas, conservan un potencial considerable de reducción de las primas de riesgo que se observará cuando se confirme la reactivación económica a escala mundial.

► Hemos recortado la partida de deuda pública de los países desarrollados

La deuda pública de los países desarrollados se ha reducido de un 21% a un 15% en la cartera de Carmignac Patrimoine. Nuestra ponderación en esta clase de activos sigue siendo escasa y se concentra únicamente en la parte corta de la curva europea. Los bonos del Tesoro (menos de dos años) siguen pareciéndonos poco peligrosos, pese a su exigua remuneración. Esta idea es aún más fundada en Europa, ya que, al alejarse la expectativa de un repunte en 2010, es poco probable que el BCE endurezca su política monetaria en breve.

► Nos beneficiamos de la reconstitución de la prima de inflación en Estados Unidos

La actual fase de “normalización” ha animado a los mercados a reconstituir una prima de inflación. Nos beneficiamos de la reaparición de la diferencia entre los tipos nominales y los reales gracias a nuestro arbitraje que favorece la deuda pública indexada a la inflación frente a la deuda pública nominal. Aunque por ahora no prevemos un resurgimiento importante de la inflación a medio plazo, nos vemos favorecidos por un retorno a la normalidad tras un periodo en el que los flojísimos pronósticos sobre la inflación reflejaban los temores deflacionistas vinculados al contexto de crisis. La ponderación de este tema en Carmignac Patrimoine se ha reforzado y ha pasado de un 6% a un 9%.

► Los países emergentes son el eslabón fuerte del repunte

Los mercados de renta fija emergentes se han visto muy favorecidos con la reaparición de las perspectivas de crecimiento favorables. Nuestras inversiones han estado respaldadas por dos temas de gestión: el regreso a los países que se benefician de un momento de crecimiento endógeno (Brasil, China a través de los países susceptibles de indexarse a la demanda china como Corea) y la convergencia europea (Polonia). En este sentido, hemos abierto posiciones sobre todo en deuda denominada en divisas fuertes (dólares y euros). Por ejemplo, hemos suscrito una emisión de deuda pública coreana en dólares a cinco años con una rentabilidad un 4% superior al del bono del Tesoro estadounidense con igual vencimiento. Al cierre del trimestre, se situó en un 2,4%. Estas posiciones se completaron con un posicionamiento a la baja de los tipos en Brasil mediante una adquisición de deuda local con vencimiento en 2012 y que ofrece una rentabilidad de un 11,5%. Estas estrategias iniciadas en los países emergentes representan en la actualidad un 3,7% de la cartera de Carmignac Patrimoine, aunque tenemos la intención de duplicar esta asignación a medida que surjan oportunidades en el mercado.

Contactos de prensa:

CARMIGNAC GESTION  
Julie BENOIT, Head of Communication  
Tel.: (+33) 01 70 92 33 66  
jbenoit@carmignac.com

GRUPO ALBION  
Catherine Déoux / Raquel Almira  
Tel.: +34 91 531 23 88  
carmignac@grupoalbion.net

*Carmignac Gestion*

Fundada en 1989 por Edouard Carmignac, Carmignac Gestion figura en la actualidad entre las 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 necesaria para una gestión eficiente y reconocida.

Carmignac Gestion gestiona en la actualidad 20.000 millones de euros en activos bajo gestión, y propone 19 OICVM en toda clase de activos: renta variable, renta fija, fondos diversificados y fondos de fondos.

Sus productos se comercializan en Francia, Alemania, Suiza, Italia, Luxemburgo, Bélgica, España y Países Bajos. En el marco de su desarrollo internacional, la sociedad cuenta con una filial en Luxemburgo desde 1999, además de haber abierto dos oficinas de representación en Madrid y Milán en 2008.