

Carmignac Gestion

Perspectivas económicas y estrategia de inversión para 2010

I - Perspectivas económicas para 2010

► Se confirma la recuperación económica en EE. UU.

En este comienzo de año, se confirma la recuperación de una coyuntura económica más positiva en los países desarrollados, en particular en Estados Unidos. Tras destruir 7,2 millones de empleos en un espacio de tiempo de tan solo 18 meses, la economía estadounidense ve cómo se estabiliza su tasa de desempleo. Puesto que es muy improbable una continua acumulación de aumentos de productividad a un ritmo tan elevado como el registrado en los últimos nueve meses (7% de media trimestral), nos parece inevitable un intenso repunte de la contratación en los tres próximos meses. Esta mejora del empleo ha tenido efectos positivos sobre la confianza del consumidor, la renta de los hogares y, por tanto, el propio consumo, por lo que es susceptible de amplificar el rebote económico en curso. El consiguiente aumento previsible de la demanda final parece estar animando a las empresas a reponer sus existencias, lo que debería contribuir al crecimiento del PIB. Sin embargo, al margen de este repunte a corto plazo, a medio plazo el crecimiento seguirá siendo tímido.

► El crecimiento de los países desarrollados sigue siendo tímido

Si bien la recuperación económica en los países desarrollados está bien encaminada, los frenos a una recuperación sólida a medio plazo siguen siendo importantes. Los bancos, más preocupados por la calidad de los prestatarios, prefieren reconstituir su solvencia con deuda del Estado financiada a un coste próximo a cero, en vez de aumentar sus partidas de préstamos. Esta restricción del crédito bancario, aunque se compensa en parte recurriendo a los mercados de renta fija o renta variable, reduce el potencial de crecimiento económico. Además, después de haber recibido el estímulo del dispositivo fiscal a favor de compradores estadounidenses de primera vivienda, el mercado inmobiliario residencial vuelve a mostrar síntomas de fragilidad. Por último, si bien parece haberse frenado la degradación del mercado laboral en Estados Unidos, la tasa de desempleo "real", es decir, teniendo en cuenta las personas desempleadas que han abandonado la búsqueda de empleo o aquellas que trabajan involuntariamente a tiempo parcial, asciende a casi el 17% de la población activa frente al 10% oficial.

► Este crecimiento débil permite mantener políticas acomodaticias y aleja los riesgos de inflación

La debilidad del mercado de trabajo compartida por la totalidad de los países desarrollados seguirá ejerciendo una presión permanente a la baja sobre los salarios. Apenas hay lugar para temer una aceleración de los precios al consumo, excepto la alimentación y la energía. En este contexto, las autoridades parecen considerar legítimo el mantenimiento de políticas monetarias complacientes. Así pues, tienen previsto garantizar que la retirada de los estímulos fiscales y monetarios no se efectúe antes de que se haya puesto en marcha una dinámica de crecimiento autosostenida en la esfera privada. Sin inercia positiva, el crecimiento correrá el riesgo de verse inmediatamente frenado con la retirada de los estímulos. Los discursos recientes de las autoridades monetarias de los principales países desarrollados ponen de

manifiesto que consideran que todavía no ha llegado el momento de poner fin a las medidas de respaldo a la actividad económica, incluso aunque el FMI se prepare para revisar al alza su previsión de crecimiento mundial para 2010 por encima del 3,1%.

► **El crecimiento mundial vuelve a sincronizarse**

La recuperación del crecimiento estadounidense, acompañada en menor medida por los principales países europeos, se combina con el vigor de los grandes países emergentes y/o exportadores de materias primas. Inevitablemente, la fuerte recuperación de la actividad experimentada en China, India y Brasil se traduce en tensiones inflacionistas y riesgos de sobrecalentamiento. Aunque el control de las tensiones inflacionistas en estos países necesitará sin duda la aplicación de políticas monetarias más restrictivas, éstas no pondrán en peligro la continuidad de su crecimiento.

► **El comportamiento de los mercados vendrá dictado en mayor medida por los fundamentales**

El alza de los mercados de renta variable que, desde marzo, se nutrió principalmente del exceso de liquidez inyectado en el sistema por todos los bancos centrales, se torna más fundamental, más dependiente de una evolución económica considerada más favorable. Incluso aunque el motor cambie, pasando de la liquidez abundante al crecimiento económico constatado, el entorno nos sigue pareciendo propicio para la inversión en renta variable. Los riesgos asociados a este cambio de régimen (retirada de los estímulos y aumento de los tipos) son reales, pero, si bien exige más reflexión, la selección de valores en un mundo de dos velocidades a partir de los resultados estimados resulta más cómoda a medida que el alejamiento de la crisis hace que sea menos aleatorio el ejercicio de previsión.

II - Estrategia de inversión para 2010

I – Renta variable internacional

► **Aunque tímido, el crecimiento en los países desarrollados permitirá un fuerte repunte de los beneficios**

Aunque el crecimiento de los países desarrollados siga siendo débil, probablemente se traduzca en un fuerte repunte de la capacidad de generación de beneficios de las empresas. De hecho, las reducciones de costes especialmente drásticas aplicadas por las empresas (reducciones masivas de sus existencias, despidos, reducción de sus costes por intereses tras la bajada de los márgenes de crédito y la debilidad de las inversiones) tendrán como resultado un ligero aumento de las ventas en vista de una rentabilidad elevada, potencialmente muy favorable para las inversiones en renta variable.

► **El tema de la recuperación estadounidense representa el 8,6% del patrimonio de Carmignac Investissement**

La confirmación de una coyuntura económica más positiva en los países desarrollados, sobre todo en Estados Unidos, junto con la anticipación de un repunte moderado pero simultáneo de la economía mundial, nos ha llevado a constituir una posición con vistas a participar más directamente en la recuperación estadounidense. Ésta ha sido financiada principalmente mediante una reducción significativa de nuestras posiciones en oro, que pasan del 13,2% al 4,3% de los activos de Carmignac Investissement. Pretendemos aprovechar el mayor dinamismo estadounidense a través de las empresas de equipos eléctricos Emerson Electric y Alstom, el constructor de automóviles Ford, la aerolínea Delta Airlines y la sociedad de tarjetas de crédito Mastercard. Abordamos igualmente este tema mediante una preferencia por los exportadores emergentes de bienes o servicios bien posicionados en el mercado estadounidense: Infosys (India) en

servicios informáticos y Hon Hai (Taiwán), empresa que ensambla ordenadores y productos electrónicos para el gran público como el iPhone de Apple.

► El tema de la mejora del nivel de vida en los países emergentes sigue siendo preponderante

La fuerza del crecimiento interno de los principales países emergentes, junto con una demanda exterior generalmente débil, pinta un panorama positivo para las empresas que se dirigen a la demanda interna. Este tema sigue siendo preponderante en nuestra gestión global. Representa el 24,3% de los activos de Carmignac Investissement y sigue centrándose principalmente en los países mejor posicionados, que son China, India y Brasil.

► En un contexto de crecimiento mundial simultáneo, se ha reforzado la partida de recursos naturales

La partida recursos naturales ha visto aumentada su ponderación del 23,7% al 27% de los activos de Carmignac Investissement en el trimestre pasado. A la solidez de la demanda de materias primas en los países emergentes se unen las perspectivas de recuperación estadounidense, lo que, en especial, debería tener un efecto positivo sobre el sector petrolífero.

► Mantenemos un componente defensivo por valor del 20% de los activos de Carmignac Investissement

Junto con el 80% invertido en las temáticas de crecimiento, el Fondo Carmignac Investissement mantiene un componente defensivo que representa el 20% de la inversión, compuesto por un 9,6% de valores defensivos (salud, consumo no cíclico, etc.), un 6,5% de liquidez y un 4,3% de minas de oro.

II – Motores de rentabilidad de la renta fija

► El análisis de riesgos de la deuda pública será crucial en 2010

En un contexto en el que el lento proceso de reducción del efecto de apalancamiento se traduce en fenómenos de transferencia de la deuda privada hacia la deuda pública, la deuda del Estado debería sufrir de forma tendencial por la situación permanentemente tensa de las cuentas públicas. A su vez, la contribución de los bancos centrales como compradores marginales se atenuará. Por otro lado, los desfases presupuestarios ya han revelado algunos puntos débiles entre los gobiernos emisores. La deuda de cada país evolucionará en función de sus propios méritos. Por tanto, no pensamos que haya que temer un fuerte ascenso de los tipos a largo plazo. Los bancos centrales no dejarán que aumenten sus tipos a largo plazo por el riesgo de comprometer la recuperación en curso. También nos sorprendería que los tipos de la deuda pública a 10 años sobrepasaran en los próximos meses el 4,5% y el 4%, respectivamente, en Estados Unidos y en Europa. Bajo cualquier escenario, la política de inversión flexible de Carmignac Patrimoine le permitirá posicionarse de forma óptima según las oportunidades. De forma particular, el Fondo cuenta con un gran intervalo de sensibilidad que puede variar desde -4 a +10. La partida de deuda pública se redujo al 9% de los activos de Carmignac Patrimoine.

► Los bonos corporativos se benefician del saneamiento de los balances de las empresas

Mantenemos nuestra asignación a bonos corporativos por valor del 30% de los activos de Carmignac Patrimoine (del cual, el 25,2% en títulos con grado de inversión y el 4,7% en bonos de alto rendimiento). Durante el año pasado, esta clase de activo contribuyó plenamente a la rentabilidad de nuestra cartera gracias a la disminución conjunta de las primas de riesgo de crédito y de liquidez. Si bien los niveles actuales

de primas de crédito (entre 50 y 250 puntos básicos) sugieren unas rentabilidades más modestas en 2010, los bonos corporativos se benefician de un entorno menos arriesgado. De este modo, las empresas europeas conseguirán en 2010 recuperar el nivel de flujo de caja libre de 2008, gracias a la disminución de los gastos de inversión y de las tasas de dividendos. El entorno de crecimiento débil resulta favorable para esta clase de activo, ya que combina una tasa reducida de impago y un comportamiento prudente de las empresas. A estos aspectos fundamentales se une un elemento técnico importante: la reducción de la oferta. Se espera que las emisiones de renta fija privada en euros descendan en torno al 25-40%. Seguimos concediendo preferencia a esta clase de activo frente a la deuda pública con el fin de beneficiarnos del efecto de mantenimiento.

► **Oportunidades en los bonos corporativos de alto rendimiento**

Asimismo, descubrimos oportunidades en los mercados de renta fija de alto rendimiento tanto en Estados Unidos como en Europa, donde deseamos reforzar nuestra posición hasta el 10% de los activos de Carmignac Patrimoine. Las primas de riesgo ofrecidas en estos emisores varían entre 250 y 600 puntos básicos sobre la deuda pública, a pesar de que se prevea un fuerte descenso de las tasas de impago. Las previsiones de mercado indican también un retorno de las tasas de impago al 4% para 2010, tras el pico del 10,2% alcanzado en 2009.

► **Los estados emergentes seguirán mostrando una rentabilidad superior a la de los países desarrollados**

En 2010, los estados emergentes deberían seguir mostrando rentabilidades superiores en relación con los países desarrollados gracias a un nivel de endeudamiento medio y unos déficit menores. Tenemos previsto reforzar nuestras estrategias emergentes (deudas locales, deudas exteriores y divisas) por valor del 10% de los activos de Carmignac Patrimoine.

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 aproximadamente 33.000 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 9 países europeos: Francia, Luxemburgo, Suiza, Bélgica, Italia, Alemania, Austria, 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 oficinas de representación en Madrid y Milán desde el año 2008.