

Carmignac views

// EDITORIAL

¿Será 2012 un año de mucho Rock 'n' Roll?

Estamos preparados para ello. ¿Tendremos que salir de (todos) los activos financieros de largo plazo? No lo creemos, pero la pregunta está justificada puesto que 2011 ha sido desastroso para no pocos de esos activos y a veces no ha estado en absoluto en consonancia con el entorno macroeconómico. Tres ejemplos: si alguien me hubiera dicho en enero de 2011 que la zona del euro atravesaría la peor crisis de su historia y que se cuestionarían los fundamentos mismos de la moneda, habría esperado ver el euro un 15% por debajo de su cotización de principios de año frente al dólar en lugar de un descenso de apenas el 3%, que es lo que ha ocurrido. Si alguien me hubiera dicho en enero de 2011 que la economía china iba a registrar un crecimiento del 9% mientras que la recesión planearía sobre Europa, habría esperado una clara rentabilidad superior de la renta variable china frente a los índices europeos y no a la inversa, como ha ocurrido realmente. Finalmente, si alguien me hubiera dicho en enero de 2011 que el precio del barril de petróleo subiría un 14% y el de la onza de oro casi un 9%, habría esperado una rentabilidad positiva de los sectores de servicios petrolíferos y minas de oro y no la caída registrada por estos valores, que se dejaron un 12% y un 8,5% respectivamente.

De este modo, a lo largo de un año 2011 lleno de incertidumbre y sobresaltos, de los que gran parte fueron de orden político, la lectura correcta del entorno macroeconómico por sí sola ha resultado insuficiente. Ha prevalecido la gestión del riesgo, que ha conseguido amortiguar la caída de los mercados y, a pesar de que esta prudencia ha supuesto tener que renunciar a algunos puntos de ganancias en las fases de rebote técnico, confiamos en que, a la larga, será una de las grandes bazas de nuestro estilo de gestión.

¿Se anuncian mejores pronósticos para este año? A pesar de que las perspectivas económicas siguen siendo inciertas, las dos cuestiones principales – la reducción del endeudamiento de los países occidentales y el desarrollo del consumo interno emergente – podrían dar lugar a un contexto favorable para los mercados, habida cuenta de que



el mundo fuera de Europa no va tan mal. El potencial de revalorización de nuestros activos es importante. No obstante, a nuestro parecer debe seguir primando la gestión del riesgo en este comienzo del año, en primer lugar y principalmente por la situación europea.

En efecto, el futuro del euro no está asegurado. Sus creadores lo imaginaron como la primera piedra del edificio de

una verdadera unión económica y política europea. Sus sucesores, por dejadez o por complacencia, han aplazado las reformas estructurales necesarias parapetándose tras la ilusoria protección de una moneda que les aportaba estabilidad y unos tipos de refinanciación reducidos. Llevamos desde 2010 oyendo que ha llegado el momento de la verdad, pero la respuesta aportada por las diferentes cumbres tildadas de «última oportunidad» no ha satisfecho ni tranquilizado a nadie. Sólo la marcha económica de Alemania es excepcional y, teniendo en cuenta el contexto europeo, merece elogios. ¿Podrá Alemania mantener esta evolución mientras que sus principales socios comerciales entran en recesión y la economía mundial se

ralentiza? En términos absolutos es evidente que no, pero en términos relativos la situación germana sigue siendo envidiable. Es el único país de la eurozona que se refinancia a 10 años a tipos inferiores a la inflación.

Al mismo tiempo, Italia tiene que pagar a sus acreedores un 7% a 10 años. Esto es insostenible. Se debe ampliar el mandato del BCE para construir una muralla sólida que conceda a los países el tiempo necesario para reestructurarse. En cualquier caso, es imperativo que en 2012 los tipos de referencia de la zona del euro bajen más y que el euro se debilite. Las reformas estructurales que necesita la zona del euro requieren una devaluación previa que permita, al menos a los países más débiles, recuperar su competitividad.

En este supuesto, los bonos encontrarían apoyo en la figura de un comprador de primera y última instancia, las empresas exportadoras lo encontrarían en el debilitamiento del euro y los mercados internacionales de activos en la relajación de un riesgo sistémico que amenaza con contaminar la economía mundial.

A pesar de la crisis política interna y un primer contagio de la crisis europea, la economía estadounidense ha demostrado una gran resistencia.

La reactivación de la cadena de producción japonesa ha provocado un sensible aumento de la actividad estos últimos meses. Asimismo, el consumo de los hogares, a pesar de suponer una merma del ahorro (que pasó del 5% a finales de junio al 3,5% a finales de noviembre), ha sorprendido positivamente tras la pausa veraniega. A pesar de la contracción del sector público, la economía estadounidense parece tener aún cierta capacidad de tracción. No obstante, los motores que han contribuido a este repunte de la actividad son frágiles. Por el contrario, el descenso del 4,34% al 2,90% de los tipos de la deuda pública a 30 años durante los últimos doce meses podría constituir un elemento positivo para el sector inmobiliario, que se encuentra aún en estado de parálisis. El principal riesgo que pesa sobre la economía estadounidense es de naturaleza política. Comienza la campaña electoral y, en este contexto, parece que debemos excluir toda esperanza de reforma. En cuanto al apoyo monetario por parte de la Fed, éste parece descartado, al menos durante el primer semestre.

Por tanto, los tipos de interés deberían seguir siendo bajos y las previsiones de inflación,

moderadas. Este contexto es favorable para la renta variable, cuya valoración —alrededor de 13 veces los resultados de 2011— sigue siendo atractiva. ¿Cuál es el riesgo principal? Una subida del dólar que castigara a las empresas. No olvidemos que el 45% de la facturación del S&P500 se obtiene fuera de Estados Unidos. En este sentido, la exposición al dólar es un medio para compensar parcialmente este riesgo.

China y el conjunto de los países emergentes deben negociar hábilmente su «aterizaje suave».

El contexto en Occidente debería propiciar este aterizaje sin grandes sobresaltos. El crecimiento previsto de este conjunto de países seguirá siendo, no obstante, cercano al 6%. En otoño, fueron numerosas las publicaciones que trataban la explosión de la burbuja inmobiliaria china y sus consecuencias sobre el sistema financiero del país. La ralentización de la economía china y la



La dificultad que tiene el gobierno para gestionar los excesos provocados por el colosal plan de reactivación anunciado en noviembre de 2008 son una realidad. Las razones que explican el decepcionante comportamiento de las Bolsas de Shanghai y Hong Kong son: una excesiva expansión del crédito, una distribución de los capitales dudosa o inapropiada y las tensiones inflacionistas que han durado más tiempo del que habíamos previsto y que han exigido un importante endurecimiento monetario.

Lejos de negar estos problemas, nos parece que a día de hoy son controlables. **Lo que creemos que es importante, y quizá difícil de concebir desde Europa, es que en China estos problemas se solucionarán mediante el crecimiento y no por la acumulación de medidas de austeridad.** En 2012, el crecimiento nominal del PIB debería acercarse al 14% y el del crédito debería ser similar, es decir, entre 7,5 y 8 trillones de yuanes. Por lo tanto, se trata de una economía que seguirá creando riqueza a un ritmo constante, pero sin aumentar de forma excesiva el endeudamiento total. En

cuanto al sector inmobiliario, recordemos que el gobierno ha orquestado la consolidación del sector. Por otro lado, no olvidemos que China se enfrenta aún, y lo hará durante muchos años, a la falta de viviendas. Lógicamente, el gobierno ha tenido en cuenta la escasez actual y futura y prevé construir 10 millones de viviendas al año, favoreciendo y subvencionando la vivienda social. El sector de la construcción no va a hundirse y sus mejores actores aprovecharán las circunstancias.

La reorientación de las economías emergentes hacia la demanda interna y el consumo de los hogares va a continuar y a acelerarse. Además, estos países tienen importantes márgenes de maniobra en materia de apoyo monetario y fiscal. Finalmente, la caída de las monedas en la segunda mitad del año y unas valoraciones bursátiles inferiores a las de los mercados desarrollados son elementos que hacen que las inversiones en este universo —tanto en renta variable como fija— sean especialmente atractivas.

Por tanto, nos espera un año 2012 de rock 'n' roll durante el cual la gestión de los riesgos mantendrá toda su importancia, pero también un año en el que nuestros fondos de renta variable internacional, diversificados y de renta fija dispondrán de potentes motores de rentabilidad que utilizaremos con intensidad y determinación. Pero, antes de todo esto, quiero desearles lo mejor para el nuevo año 2012.

Eric Le Coz

Redactado el 3 de enero de 2012

// ESTRATEGIA DE INVERSIÓN

● **Divisas :** Las ventajas de un euro más débil

Ha habido que esperar hasta finales de octubre el desenlace de la tragedia griega y la patética cumbre del G20 en Cannes para ver flaquear el euro frente al dólar (-9% en 2 meses). La caída de la moneda única debería continuar en 2012, con una Europa que entrará en recesión y un BCE que recortará los tipos hasta niveles cercanos a cero. Este debilitamiento supondría una ventaja para nuestras empresas exportadoras, en las que nuestro equipo de renta variable europea tiene puesta toda su atención.

Esta caída también es una baza para nuestros fondos internacionales, sean de renta fija o variable, gracias a su capacidad para beneficiarse de la revalorización de las divisas frente al euro. Las monedas emergentes han sufrido debido a la repatriación de capitales internacionales ocurrida por el contagio de la intolerancia al riesgo. Creemos que en general están infravaloradas actualmente, excepto quizás la rupia india a corto plazo.

● **Renta fija :** Los fondos de renta fija mantienen el rumbo

El efecto refugio y la perspectiva de una importante ralentización han favorecido a la deuda pública alemana que, en sus vencimientos a 10 años, ha perdido 45 puntos básicos en diciembre para acabar el año en el 1,83%. Al mismo tiempo, los bonos estadounidenses a 10 años cedían 19 puntos básicos hasta llegar al 1,88% a finales de año. La elevada sensibilidad de nuestras carteras de renta fija ha resultado beneficiosa estos últimos meses. En diciembre, la deuda italiana a 10 años seguía estable alrededor del 7%. Italia es uno de los países con las mayores necesidades de refinanciación de la zona del euro en 2012, especialmente durante el primer trimestre. ¿Quién puede pensar razonablemente que las finanzas italianas se van a recuperar obligando al país a financiarse a tipos tan prohibitivos? Estos niveles muestran

claramente que la situación de la zona del euro dista mucho de estar estabilizada. Nuestros fondos de renta fija han sabido aprovechar las circunstancias demostrando una gran prudencia y diversificando sus inversiones en empresas sólidas y en deuda pública de países con fundamentales económicos sólidos. Destacamos en este difícil contexto las rentabilidades anuales del 0,8%, 1,6% y 9,5%, respectivamente, conseguidas por **Carmignac Sécurité**, **Carmignac Cash Plus** y **Carmignac Global Bond**. Los rendimientos corrientes de nuestras carteras de títulos de renta fija (y los de los Fondos diversificados **Carmignac Patrimoine** y **Carmignac Emerging Patrimoine**), que conforman la base de sus rentabilidades futuras, son a día de hoy especialmente atractivos.

● **La renta variable :** La gestión de la exposición neta al riesgo de la renta variable es una baza

A pesar de una acertada lectura macroeconómica, nuestros fondos de renta variable internacional no han podido superar a sus índices de referencia. La razón principal ha sido una asignación de activos con un peso demasiado importante de las acciones emergentes, duramente (y a menudo injustamente) castigadas por las persistentes tensiones inflacionistas y por el temor a una ralentización económica pronunciada. La contrapartida de esta sobreponderación de los activos emergentes ha sido una importante infraponderación de los valores estadounidenses, que han batido con creces a todos los grandes índices mundiales de renta variable (con una rentabilidad sobresaliente

del índice S&P500 en dólares). No obstante, en un contexto mundial desfavorable para esta clase de activos, la gestión de la exposición neta ha sido una tabla de salvación puesto que ha permitido contener la erosión provocada por la caída de los mercados de renta variable. El mejor ejemplo es **Carmignac Euro-Patrimoine**, que mediante una estrategia parecida al long-short y una exposición máxima al riesgo de la renta variable del 50%, tan solo ha cedido un 1,2% a lo largo del año y registra unas ganancias a 3 años del 16%, cifra dos veces superior al índice Eurostoxx 50 (con dividendos reinvertidos).

● **Materias primas :** El crecimiento chino seguirá siendo fuerte

A pesar de la importante recuperación del último trimestre, nuestros fondos en estos sectores han sufrido durante el 2011. No ha habido ningún refugio posible, debido a que la legislación UCITS prohíbe la indexación directa a las materias primas físicas. Así, a lo largo del año, la cotización del barril de Brent en dólares ha registrado una subida del 14% y la onza de oro se anota una del 8,8%. Al mismo tiempo, el índice de los valores de servicios petrolíferos desciende un 11,8% y el índice de las minas de oro cae un 8,5%. La cotización de las materias primas se ha mantenido bajo los efectos de una demanda aún creciente, si

bien este crecimiento ha sido menos acusado que en el momento más alto del ciclo, o bajo los efectos de las tensiones geopolíticas. No obstante, China, la India, Brasil e Indonesia van a seguir creciendo y su crecimiento va a seguir necesitando muchos recursos naturales. Por lo tanto, creemos que los valores de las empresas presentes en nuestras carteras internacionales, como es el caso de **Carmignac Commodities**, encierran un potencial de recuperación muy importante que se materializará a poco que la intolerancia al riesgo se reduzca gracias a la resolución de la crisis europea.

● **Fondos de fondos :** asignación de activos

Ha sido un año difícil para las rentabilidades absolutas y relativas de nuestros Fondos de Fondos, castigados al igual que los fondos internacionales por un peso excesivo de las inversiones emergentes. Tomamos buena nota. La gestión de la exposición neta a la renta variable sigue siendo una baza importante y garantiza la flexibilidad

necesaria para el año próximo. En cuanto a las acciones emergentes, como se menciona en el editorial que acompaña a esta carta, son la clase de activo que parece ofrecer el mayor potencial dentro de la renta variable. Nuestras inversiones en este segmento deberían permitirnos corregir rápidamente el ligero retraso acumulado durante este año.

// RENDIMIENTOS DE LOS FONDOS

	Valor liquidativo	2011	3 años	5 años
Carmignac Investissement A	8103,51	-9,95%	51,12%	24,36%
Carmignac Investissement E	123,54	-10,62%	46,39%	17,04%
<i>MSCI All Countries World Free (Eur)</i>		-6,39%	43,97%	-17,28%
Carmignac Grande Europe A	122,79	-14,47%	29,23%	-20,98%
Carmignac Grande Europe E	70,89	-15,12%	26,41%	-
<i>DJ Stoxx 600</i>		-11,34%	24,20%	-33,05%
Carmignac Euro-Entrepreneurs	163,02	-12,97%	46,69%	-18,56%
<i>DJ Stoxx 200 Small</i>		-17,52%	52,37%	-29,99%
Carmignac Emergents A	644,36	-12,09%	98,03%	5,04%
<i>MSCI Emerging Markets Free (Eur)</i>		-17,75%	76,48%	2,00%
Carmignac Emerging Discovery A	948,88	-19,12%	112,51%	-
<i>Index CARMIGNAC Emerging Discovery (Eur)</i>		-24,34%	94,54%	-
Carmignac Innovation	206,12	-8,53%	20,26%	-34,06%
<i>Index CARMIGNAC Innovation (Eur)</i>		3,27%	52,91%	1,70%
Carmignac Commodities A	321,75	-21,12%	95,38%	15,09%
<i>Index CARMIGNAC Commodities (Eur)</i>		-13,26%	59,00%	7,26%
Carmignac Patrimoine A	5224,80	-0,76%	25,45%	36,22%
Carmignac Patrimoine E	133,95	-1,25%	23,10%	30,71%
<i>50% MSCI AC World Free (Eur) + 50% Citigroup WGBI (Eur)</i>		1,76%	34,69%	16,46%
Carmignac Emerging Patrimoine A	98,10	-	-	-
Carmignac Emerging Patrimoine E	97,94	-	-	-
<i>50% MSCI EM Free (Eur) + 50% JPM GBI EM (Eur)</i>		-	-	-
Carmignac Euro-Patrimoine	276,77	-1,19%	16,06%	-4,20%
<i>50% DJ Euro Stoxx 50 + 50% Eonia Capitalizado</i>		-8,08%	-0,82%	-16,52%
Carmignac Market Neutral A	1023,35	-6,62%	-1,29%	2,33%
<i>Eonia Capitalizado</i>		0,88%	2,07%	10,41%
Carmignac Profil Reactif 100	150,59	-11,76%	34,34%	-11,44%
<i>MSCI All Countries World Free (Eur)</i>		-6,39%	43,97%	-17,28%
Carmignac Profil Reactif 75	174,28	-8,66%	25,47%	-2,30%
<i>75% MSCI AC World Free (Eur) + 25% Citigroup WGBI (Eur)</i>		-2,31%	39,49%	0,32%
Carmignac Profil Reactif 50	154,54	-4,29%	19,83%	6,19%
<i>50% MSCI AC World Free (Eur) + 50% Citigroup WGBI (Eur)</i>		1,76%	34,69%	16,46%
Carmignac Global Bond A	1066,26	9,47%	1,86%	-
<i>JP Morgan GGB</i>		10,81%	25,48%	-
Carmignac Securite	1545,44	0,81%	13,59%	21,24%
<i>Euro MTS 1-3 Y</i>		0,54%	5,65%	16,93%
Carmignac Cash Plus A	10536,29	1,62%	3,99%	-
<i>Eonia Capitalizado</i>		0,88%	2,07%	-

Fuente: Morningstar au 30/12/2011.

El anuncio de rentabilidades pasadas no es promesa o garantía de rentabilidades futuras. El valor de su inversión está sujeto a fluctuaciones del mercado.



CARMIGNAC GESTION
24, place Vendôme - 75001 Paris
Tel : (+33) 01 42 86 53 35 - Fax : (+33) 01 42 86 52 10
www.carmignac.fr

CARMIGNAC GESTION LUXEMBOURG
The plaza - 65, boulevard Grande Duchesse Charlotte - L-1331 Luxembourg
Tel : (+352) 46 70 60 1 - Fax : (+352) 46 70 60 30
www.carmignac.com

Carmignac Gestion, Sociedad Anónima - Sociedad gestora de carteras (autorización n° GP 97008 del 13/03/1997) - Código de actividad (APE) : 671C con un capital de 15 000 000 euros - Número de registro mercantil (RCS) Paris B 349 501 676
Carmignac Gestion Luxembourg, filial de Carmignac Gestion SA, Sociedad Anónima con un capital de 3 000 000 euros - Número de registro mercantil (R.C.) Luxemburgo B 67 549