

**LFI**  
finanzas.com**LOS FONDOS DE INVERSIÓN**

\*\*\*\*

REVISTA MENSUAL DE  
**INVERSIÓN**  
© finanzas.com**78**Febrero  
2017**FONDOS E IICS INTERNACIONALES:  
LOS VEHÍCULOS QUE  
LIDERARÁN EL  
CRECIMIENTO  
DE LA INVERSIÓN COLECTIVA****BOLSA  
EUROPEA  
CON ALTO RATING DE  
SOSTENIBILIDAD**

*«Las valoraciones  
apoyan a  
Europa, pero el  
'momentum' está  
en EE.UU.»*

**DIDIER  
SAINT-GEORGES**

MIEMBRO DEL COMITÉ DE INVERSIÓN DE CARMIGNAC

# Didier Saint-Georges

Miembro del comité de inversiones de **Carmignac**

## «Las valoraciones apoyan a Europa, pero el ‘momentum’ está en EE.UU.»

2017 será un año de dos mitades, ve este experto. La gestora parisina ha dejado atrás el tono más pesimista del año anterior y arranca el nuevo ejercicio con una apuesta por la renta variable más cíclica, con especial interés por la banca.

Regina R. Webb

En un año de dos mitades, habrá que tener el pie en ambos mercados desarrollados. En el estadounidense, porque el ‘momentum’, el interés de los inversores, está allí, pese que sigue batiendo máximos históricos, y también en el europeo, porque los fundamentales son buenos. Si las bolsas del Viejo Continente comienzan a ponerse nerviosas por las citas electorales, puede ser un buen punto de entrada, ve Didier Saint-Georges, miembro del comité de inversiones de la gestora francesa **Carmignac**. La agilidad será un requisito para 2017, porque las oportunidades en renta fija también surgirán tras las correcciones.

**Estáis muy positivos, especialmente en Europa, donde aún hay bastante negatividad por parte de algunas firmas. ¿Cuáles son los riesgos y preocupaciones que tenéis de cara al futuro en Europa?**

Es verdad, el punto de partida es que todo el mundo parece estar muy preocupado por Europa. Es algo que sorprende. Lo percibí en un viaje reciente a Nueva York. Para los inversores estadounidenses, el riesgo

### CV

Tras graduarse en la Escuela Superior de Comercio de París y con un MBA de la Universidad Estatal de Georgia, inició su carrera en 1983 en financiación de aeronaves en Citibank. En 1997 se pasó a la industria de la inversión con la firma francesa de corretaje Hamant-Carmignac. Trabajó para JP Morgan durante 10 años y fue director general en París para Merrill Lynch. Se incorporó a Carmignac Gestion en 2007. Es autor de dos libros, ‘Peut-on battre le marché?’ y ‘Le libéralisme est une choisie morale’.

político en Europa será uno de los rasgos característicos de este año. No digo que se equivoquen, pero desde el punto de vista del mercado sugiere que los inversores estadounidenses han tomado una decisión. Ven potencial para hacer negocios allí frente a la incertidumbre política en Europa. No hay duda de que el flujo de capital ha ido hacia el Oeste. Repito: no digo que no haya riesgo político, sino que frente a esos temores, hay un lado positivo. Algo que no hemos visto en mucho tiempo. Francia es un buen ejemplo. El país podría perfectamente tener en mayo un nuevo presidente con unas políticas más acomodaticias para los negocios. No quiero dar nombres, pero me recuerda a cierto programa político que busca recortar impuestos, promueve la inversión, y acepta un mayor déficit para financiar inversión pública mientras recorta gasto público. Si eso es lo que se está proponiendo a los inversores de cara a junio de este año, entonces es un impulso muy bueno. Por otra parte, Alemania claramente lleva pidiendo austeridad bastantes años. Es difícil negar que, hasta cierto punto, la debilidad de la economía europea se

deba a esta estrategia. Esta economía débil está empezando a tener consecuencias negativas. Por ello creo que Merkel será más laxa de cara a las elecciones alemanas.

### ¿Y a nivel global?

Hay dos grandes cuestiones. Primero, que el ciclo económico ha arrancado hace tiempo. Mirando los datos a toro pasado, todo empezó en el primer trimestre del año pasado, con el apoyo de los estímulos presupuestarios de China. Eso generó ‘momentum’. Cuando se celebró el referéndum en Reino Unido el impacto inmediato del Gobierno fue enfocarse en una política de crecimiento, olvidarse de las restricciones presupuestarias. Los bancos centrales aseguraron que allí estarían. Fue un refuerzo para el ciclo. Así, los precios de las materias primas se dispararon, el crudo se recuperó y los países emergentes siguieron la estela de China. Donald Trump es un hombre con suerte. Ganó las elecciones en un punto en el que la economía está a su favor. Por eso, lo que estamos viendo ahora en los mercados no es algo que haya nacido con Trump, él simplemente lo aceleró.





### ¿Qué implicaciones tiene para el mercado?

La buena noticia es esa aceleración. Y de verdad se nota en los grandes indicadores económicos. Eso es bueno y por eso el mercado también se está acelerando. El problema con la rapidez es que uno entra en la 'zona roja' y eso bien podría convertirse en un problema en unos meses, cuando comencemos a sentir la presión inflacionista. Con lo que el crecimiento nominal llegará al punto de obligar a los bancos centrales a decidir hasta cuándo se va a mantener por detrás de la curva. Pero si no se mueven porque tienen demasiado miedo a matar la recuperación, el mercado de bonos hará su trabajo. Llegará el punto en el que la renta fija dirá basta. Significará que tendremos un año de dos mitades.

### ¿De dos mitades?

No me gusta hacer predicciones para el año, porque ahora mismo la cartera está posicionada para esta euforia. Pero la euforia lleva a excesos y los excesos a una corrección. Estamos preparados para recortar nuestra exposición en renta variable rápidamente si hiciera falta incluso

aunque ahora parezca que estamos muy alcistas, con posiciones en ciclos, etc. Si los bonos del Tesoro estadounidense suben al 3 por ciento... uff. Tendríamos que analizar el contexto, pero quién sabe. Puede que sea la señal para reducir bolsa, irse largos, etc. Si será ese 3 por ciento, o 2,6, no lo sé. Recuerdo en 1987, cuando la renta fija se estaba desplomando, que durante un tiempo no afectó demasiado a las bolsas. Porque todo el mundo pensaba que si subían los tipos eran buenas noticias porque señalaban la fortaleza de la economía. Hasta que se tocó un umbral. Y de repente la bolsa entró en una corrección. No sé dónde está el nivel mágico, pero cuando hay euforia y un banco central que no quiere hacer de polí malo, hay que tener cuidado.

### ¿Cuándo podría darse ese cambio de tendencia de nuevo en la renta fija?

El cuándo en términos de calendario y de nivel es difícil de predecir. Pero sí es importante estar alerta por si empieza a oler a fuego.

**En Carmignac no pensáis que el Banco Central Europeo va a mover ficha an-**

### tes de las elecciones en Francia, pero ¿y después? ¿Ve riesgo de un 'taper tantrum' en Europa en la segunda mitad de año?

Los bancos centrales siempre han tenido miedo de aguar la fiesta. Recuerdo cómo la Reserva Federal tenía miedo de actuar antes del referéndum de Reino Unido y Mario Draghi de hacerlo antes del referéndum de Italia. Siento que tienen esa convicción de que no quieren tirar de la manta antes de lo necesario. Así que por eso no veo probable que Draghi quiera sonar hawkish (agresivo) antes de unas elecciones tan importantes. ¿Significa eso que pueda serlo después? Es difícil de decir con certeza ahora.

### ¿Podría influir en ello lo que haga la Reserva Federal?

La clave estará en si los mercados harán el trabajo de los bancos centrales. Ocurre lo mismo en Estados Unidos. Si el dólar y las rentabilidades de los bonos suben, cambiaría lo que Janet Yellen tendrá que hacer. Dependiendo de lo agresiva que sea la Fed, Draghi tendrá que, por supuesto, tenerlo en cuenta. Por eso, es complicado pensar en lo que hará el BCE de aquí a nueve meses. No se ▶

sabe lo que habrán hecho los mercados hasta entonces. No intentamos adelantarnos en la jugada. Acertar con el primer movimiento es crucial.

### ¿Entonces qué esperáis del Banco Central Europeo?

Es muy posible que el BCE sea más agresivo en la segunda mitad del año. Los gestores lo debemos interpretar como un riesgo. A día de hoy la visibilidad es muy baja. No sé cuál será el resultado de las elecciones de Francia ni de Alemania. Igual paraliza a Draghi. O igual el ciclo se ha sobrepasado y la inflación se habrá elevado en Europa, algo que francamente pienso que le está quitando demasiado hierro para no sonar demasiado agresivo. No deja de hablar de una inflación transitoria, pero creo que no es ingenuo. Por eso, sí creo que hay riesgo de que sea más firme cuando crea que los mercados lo puedan soportar. Si los bonos del Tesoro estadounidense están al 3 por ciento y la inflación al 1,5 por ciento en Europa, lo tendrá difícil para no reducir la política monetaria.

### En su visión macro está más positivo con Europa, pero en su asignación de activos prevalece Estados Unidos y Japón.

Es un tema de secuencia, en realidad. Como dije, el ciclo comenzó en Estados Unidos y Europa se beneficiará de él vía contagio. Por eso creo que nuestra asignación de activos es la correcta ahora mismo. Si las valoraciones en Europa comienzan a ponerse nerviosas por las elecciones, eso puede ser un punto de entrada interesante para la renta variable europea, particularmente las financieras. Pero el inicio del año puede ser completamente distinto al final. Por eso vemos que ahora Estados Unidos es el mercado en el que estar. Habrá que saber cuándo hacer la transición hacia Europa.

### ¿Entonces veis ahora mismo mejores valoraciones en Estados Unidos que en Europa?

No, no. En términos de valoración, Europa es más atractivo. Pero el 'momentum' está en Estados Unidos. De



momento. No ayuda tener un precio bajo si no sube. Para comprar solo basado en el precio hace falta una buena razón por la que creer que las valoraciones van a mejorar.

### ¿Qué veis en Japón para estar optimistas con el mercado?

Japón tiene una situación única, donde el banco central ha decidido que va a fijar el bono gubernamental a 10 años al 0. Puede que no sonara tan revolucionario cuando se anunció,

**«SI EL TESORO AMERICANO SUBE AL 3 POR CIENTO, PODRÍA SER UNA SEÑAL DE COMPRA Y DE REDUCIR BOLSA»**

pero si de verdad estamos en este ciclo global, con un repunte de la inflación y el crecimiento, el Tesoro americano al 2,6, el rendimiento del bund empezando a subir, y el Banco Central de Japón comprando todos los bonos como sean necesarios para mantener los tipos de la deuda a diez años al 0 por ciento, entonces es básicamente un QE ilimitado. Los ahorradores japoneses van a estar vendiendo sus bonos japoneses para comprar deuda americana que arroja un rendimiento un 3 por ciento superior. Entonces el

banco central de Japón va a tener que imprimir e imprimir dinero para seguir comprando bonos. Eso presionará a la baja el yen. Al mismo tiempo, como solo los 10 años tienen un nivel fijado, la parte más larga de la curva subirá. Así que para los bancos eso puede ser muy interesante. Tendrán una divisa más barata, una curva de tipos más empinada y una economía más fuerte. Para las financieras sería una especie de mundo ideal.

### ¿Estáis positivos con el sector bancario a nivel global?

Nos gustan los bancos con exposición a la economía global. Como Japón es Japón y su economía ha estado paralizada durante 15 años, las valoraciones de la banca japonesa son muy bajas. No son compañías de gran calidad, pero cuando se tiene este punto de inflexión junto a unas valoraciones atractivas, hay oportunidad. Y no hay riesgo político además. También nos gusta la banca americana, pero ya estamos en un punto avanzado del ciclo. El próximo paso es la banca europea. Ya estamos presentes, con una posición pequeña, a través de futuros, pero el siguiente movimiento podría ser fortalecer esa posición. ■

## SUMARIO

## LFI

### 4 EL GESTOR DEL MES

Didier Saint-Georges,  
miembro del comité de  
inversiones de Carmignac

### 7 ANÁLISIS

Invertir entre la incertidumbre  
y la complacencia

### 8 A FONDO

Fondos e IICs internacionales,  
los vehículos que liderarán el  
crecimiento de la inversión  
colectiva



### 11 OBSERVATORIO INVERCO

Los tres pilares de su  
jubilación

### 12 ESTRATEGIAS

Bolsa europea con alto rating  
de sostenibilidad

### 14 ENTREVISTA

José Luis Jiménez,  
director general  
corporativo de  
inversiones de  
Mapfre



### 16 INFORME

Los fondos comienzan  
el año en tono positivo