

// EDITORIAL

El buen uso de las crisis

Al final, los mercados han esperado hasta el mes de agosto para quitarse las gafas de ver el mundo de color de rosa: el estancamiento de las locomotoras del mundo desarrollado es real (el crecimiento económico en el segundo trimestre ha caído hasta llegar a un ritmo anual de apenas el 1% en Estados Unidos y un pobre 0,11% en Alemania). Desde entonces, la imposición de planes de austeridad a menudo draconianos – 28.000 millones de euros hasta 2015 en Grecia, 45.000 y 65.000 millones para Italia y España, respectivamente, hasta el 2013, 80.000 millones hasta el 2014 para Alemania – hace que los mercados teman que los países desarrollados se sumerjan en un largo y penoso periodo de débil crecimiento, que iría acompañado de un laborioso proceso de desendeudamiento público. Es exactamente lo que ha expresado el mercado con su reacción a la rebaja de la calificación crediticia de Estados Unidos por parte de la agencia de calificación S&P el 5 de agosto: los tipos estadounidenses no han subido absolutamente nada. Lo que ha bajado son las acciones, ya que el mercado ha interpretado que esta llamada a la ortodoxia presupuestaria pone la puntilla a una recuperación estadounidense robusta.

En nuestra carta del mes de junio («La dificultad del voluntarismo económico sin margen de maniobra»), expresábamos nuestras dudas sobre la capacidad de los líderes occidentales para sortear ese escollo. Lamentablemente, este verano no nos ha tranquilizado en absoluto. En Estados Unidos, el liderazgo del Presidente Obama se ha visto minado debido a la separación constitucional de los poderes que permite que el enfrentamiento dogmático entre Republicanos y Demócratas en el Congreso congele cualquier audacia presidencial en materia presupuestaria. Ben Bernanke guarda en la recámara una tercera fase de relajación cuantitativa, a pesar de que es evidente que esta arma monetaria, aunque sea masiva, tiene más influencia en los mercados financieros que en la economía real. Mientras tanto, la confianza de los hogares se ha desplomado y el índice de la Conference Board ha sufrido durante el mes de agosto la caída más importante desde finales de 2008.



En Europa, la situación es aún más preocupante, habida cuenta de lo poco que confían los mercados en que se lleve a cabo un tratamiento eficaz y coordinado de la crisis. El acuerdo alcanzado por la UE el 21 de julio, proclamado casi como un plan Marshall a la europea y que tenía precisamente como objetivo limitar el incendio a Grecia, no ha convencido. Al mismo

tiempo, Grecia sucumbe a la recesión, que este año podría superar el 5% del PIB, a la vez que Italia tiene todas las dificultades del mundo para aplicar los planes de austeridad anunciados.

Sin embargo, los países desarrollados están quizás ante una oportunidad histórica de sacar partido a esta crisis: la situación que vivimos ofrece la ocasión de poner los cimientos de un crecimiento equilibrado a medio plazo a los dirigentes con la valentía suficiente para estar a la altura de las circunstancias. Nunca es tan factible como en los períodos de crisis llevar a cabo profundas reformas estructurales que flexibilicen el derecho laboral, que reduzcan los gastos públicos innecesarios, que fomenten la inversión productiva y que refuerzen la competitividad de

las empresas. Las iniciativas de Irlanda en este sentido son un ejemplo esperanzador. No obstante, mientras se sigan proponiendo solamente parches para el corto plazo o alguna reforma fiscal sin futuro (¿alguien cree que un «impuesto Tobin» sobre los flujos de capitales es una respuesta a la urgencia de la situación?), hay que temer que la confianza siga desmoronándose. En este contexto, la fragilidad del sistema bancario europeo constituye un factor agravante del riesgo económico. Recordemos lo que ocurrió en Japón en los años 90: fue precisamente la detección demasiado tardía de la insuficiente capitalización de los bancos lo que retrasó la recuperación de la economía nacional. Un banco con unos fondos propios limitados siempre pondrá más énfasis en reducir sus activos y sus riesgos que en financiar a largo plazo las inversiones productivas de las empresas. A pesar de que la financiación interbancaria no ha llegado aún a los niveles de tensión registrados a finales de 2008, este verano han aparecido los primeros signos de estrés. Finalmente, ¿qué podemos decir del euro, que en lugar de replegarse para apoyar la competitividad media de los países europeos se mantiene firme como un roble en la tormenta, arriesgándose a arruinar a los países del sur de Europa antes de sucumbir él mismo? Es verdad que el BCE aún tiene un pequeño margen de maniobra (y aún subía los tipos de referencia en el mes de julio!), y esperamos que la nueva dirección que llegará en el mes de octubre sepa librarse de la obsesión por el riesgo inflacionista. ¿Necesitaremos en Europa una nueva crisis –aún más fuerte– para que la prudencia política, motivada por la proximidad de las elecciones generales en muchos países, dé paso a decisiones constructivas?

Disociación, la palabra que nadie se atreve a pronunciar

Muchos observadores pensaban que el modelo de desarrollo de los países emergentes no resistiría la crisis estadounidense y europea del 2008. La globalización de la economía mundial había desacreditado desde hacía tiempo la noción de tal «disociación» entre



las economías emergentes y desarrolladas y parecía inevitable que el derrumbe del ciclo económico en Estados Unidos y en Europa hiciera descarrilar las economías emergentes. Sin embargo, estas últimas han seguido creciendo, aunque para algunas de ellas haya sido a costa de importantes políticas de apoyo, que son una fuente de inflación. Hoy en día, el crecimiento interno emergente es más visible porque se sustenta en una fuerte aspiración social y en finanzas públicas capaces de sostenerlo si fuera necesario. Pensemos que, según las previsiones del FMI, el comercio exterior no aportará más que un punto de crecimiento en China en 2012. Los países emergentes deberían en poco tiempo poder convencer a los aún numerosos escépticos de que son realmente los vencedores en este nuevo orden económico mundial, puesto que han aprovechado la crisis para acelerar su avance hacia la autonomía económica.

En el frente de la inflación, tras más de un año de curas de enfriamiento, algunas veces agresivas, el mundo emergente está a punto de salir de un periodo gravoso de subidas de precios. Esta salida ha resultado ser más trabajosa de lo que pensábamos y cada país tendrá su propio ritmo (Méjico y Perú ya han enviado señales de relajación de sus políticas monetarias. El Banco Central de Brasil acaba de bajar su tipo de referencia 50 puntos básicos, por primera vez desde principios de 2009. China y la India podrían hacer lo mismo próximamente). No obstante, el inicio de un virtuoso ciclo deflacionista es inevitable. Además, la ralentización de las economías desarrolladas apoya la gestión de la inflación, ya que apacigua las tensiones sobre el precio de las materias primas. En consecuencia, en el momento en el que Europa y Estados Unidos deban, no sin riesgo, intentar luchar contra las presiones recesivas del desendeudamiento, los activos emergentes podrán empezar a reflejar los beneficios de un crecimiento sano y de una ralentización progresiva de la inflación.

Como en 2008, los mercados emergentes no se han librado de la corrección de las Bolsas europeas y estadounidenses este verano. Así pues, las acciones de las empresas chinas, indias, brasileñas, indonesias, etc., posicionadas para captar el crecimiento de su demanda interna, han vuelto a niveles de valoración muy razonables. La deuda de los países emergentes en divisa local también es muy atractiva, ya que los tipos nominales podrán finalmente bajar debido al retroceso de las presiones inflacionistas (pensemos que el tipo de referencia brasileño está aún al 12%) Finalmente, una diversificación inteligente entre las divisas emergentes que siguen estando a día de hoy infravaloradas atendiendo a los

fundamentales económicos de los países en cuestión, empezando por supuesto con el yuan, podrá también generar rentabilidades. Por lo tanto, para los próximos años todas las clases de activos del universo emergente merecen el interés de los inversores internacionales.

« Ya no íbamos a seguir esperando detrás de nuestras fortificaciones, hábilmente preparadas para una batalla defensiva. Por el contrario, íbamos a pasar a la ofensiva en aproximadamente un mes. Era algo que merecería la pena intentar » (Winston Churchill, Memorias de Guerra, Tomo 1).

En cuanto a nosotros, la estructura de nuestras carteras internacionales refleja evidentemente nuestro análisis y es lo que ha permitido a **Carmignac Investissement** –nuestro fondo de renta variable internacional– atravesar el verano, ganando 2,29% en los tres últimos meses, y a **Carmignac Patrimoine** –nuestro fondo mixto internacional– anotarse una rentabilidad positiva del 4,92% en el mismo periodo. Teniendo en cuenta la violencia de las correcciones durante el verano, es posible que los mercados disfruten de algún momento de respiro a corto plazo. Una importante intervención del BCE, como las grandes compras de deuda pública española e italiana hechas este verano o algún anuncio optimista por parte de un dirigente europeo, como la mención al eurobono, podrá conseguir calmar a los mercados. Sin embargo, estos rebotes tácticos de los mercados desarrollados son la cresta de una ola que nos sigue pareciendo peligroso intentar cabalgar. Son las tendencias de la economía real las que, como siempre, constituyen la verdadera base de nuestras estrategias de inversión. En consecuencia, por ahora mantenemos un posicionamiento defensivo, y seguimos manteniendo ampliamente cubierta nuestra exposición a la renta variable.

No obstante, incluso protegidas por estas coberturas, nuestras carteras están a día de hoy posicionadas para capturar, cuando llegue el momento, las mejores oportunidades de creación de valor en renta variable, deuda pública y privada, y divisas, especialmente en el universo emergente.

Didier Saint-Georges

Redactado el 5 de septiembre de 2011

// ESTRATEGIA DE INVERSIÓN

● Las divisas : una estabilidad sorprendente durante el verano

El euro se ha comportado durante los dos últimos meses como un yo-yo y ha pasado de 1,45 a 1,40 frente al dólar estadounidense para alcanzar a finales de agosto más o menos el nivel que tenía al principio. Ambas monedas están expuestas al deterioro de las finanzas públicas de sus respectivas zonas y fluctúan con cada anuncio. Hasta ahora el euro se ha «beneficiado» algo de una política más restrictiva del Banco Central Europeo pero, ¿cuánto más va a durar esto? Como es habitual en los períodos de intolerancia al riesgo, el yen ha sido el gran ganador de este verano (con el riesgo de

que los exportadores nipones sufran una gran presión a partir de ahora) revalorizándose entre un 5% y un 6% frente al dólar y el euro. Durante el verano, nos hemos adaptado a las circunstancias reforzando sensiblemente nuestra exposición al yen, que ya representa el 20% de la exposición a las divisas de **Carmignac Patrimoine** (porcentaje similar al de su índice de referencia), y hemos aumentado ligeramente la exposición al dólar del 30% al 40%. Este posicionamiento está en consonancia con nuestra prudente visión de los mercados a corto plazo.

● Los tipos : el otro revelador de los miedos inflacionistas

Como señalábamos en el editorial, la rebaja de la calificación de la deuda del Tesoro estadounidense por parte de la agencia S&P el 5 de agosto no ha frenado en absoluto el descenso de los tipos largos. Al atractivo de las deudas públicas alemana y estadounidense como refugio frente al aumento de la intolerancia al riesgo, se ha añadido, con la bajada de los tipos, la sombra de un mayor riesgo de ralentización económica mundial. Así, las letras del Tesoro estadounidense a 10 años, tras haber comenzado el mes de julio al 3,18%, encararon el mes de agosto al 2,61% para acabarlo al 2,21%. Nos hemos posicionado para captar esta tendencia, que ha contribuido a la sólida evolución de nuestros fondos de renta fija durante este verano

y nos parece más duradera según se va acercando la perspectiva de una tercera fase de relajamiento cuantitativo. De este modo, la sensibilidad a los tipos de interés en **Carmignac Patrimoine** y **Carmignac Global Bond** alcanzaba a finales de agosto el 6,2 y el 7,5, respectivamente. Por el contrario, la deuda corporativa ha sufrido lógicamente el deterioro de las perspectivas económicas, especialmente en Europa, lo que ha disminuido en parte la rentabilidad de nuestras inversiones en renta fija. El impacto ha sido más importante en **Carmignac Sécurité**, que no está posicionado de forma tan clara ante una caída de los tipos.

● La renta variable : la hora de la verdad

El rebote de los últimos días de agosto sólo ha compensado parcialmente la caída –especialmente violenta en Europa– de los mercados de renta variable este verano, que han perdido aproximadamente un 20% en dos meses. El castigo ha sido algo menos duro para el índice estadounidense S&P 500, que cae un 8% en el mismo periodo, y, punto importante, para el índice MSCI Emerging Markets, que cae «solamente» un 10%. El problema aún sin resolver de la deuda pública en Europa se ha convertido sin duda en el epicentro del aumento de la intolerancia al riesgo entre los inversores. El sector bancario de forma muy directa, pero junto a él los sectores más cíclicos, han sufrido especialmente las consecuencias del agravamiento de las tensiones. Desde hace varios meses, también nosotros albergamos

temores respecto a la salida de esta crisis de deuda pública en un entorno de actividad económica en desaceleración. Por lo tanto, mantenemos unos niveles muy bajos de exposición a los mercados de renta variable en nuestros fondos de renta variable internacional, lo que nos ha permitido pasar un verano tranquilo. De todos modos, el hecho de que los mercados emergentes no hayan amplificado esta vez la corrección de los mercados occidentales no debe interpretarse como una señal de que los inversores van a recuperar pronto su confianza en ellos. En cualquier caso, como señalábamos en el editorial, seguimos invirtiendo considerablemente en los mercados asiáticos y latinoamericanos, que se sitúan ahora en niveles de valoración muy atractivos en relación con el crecimiento previsto.

● Las materias primas : la excepción aurífera, por supuesto

No ha sorprendido a nadie que las empresas mineras cíclicas hayan encajado este verano el golpe de la revisión a la baja de las perspectivas de crecimiento económico internacional. De este desinterés por los sectores cíclicos no se han librado tampoco los servicios petrolíferos, que han sufrido una caída de más del 13% durante el mes de agosto. No obstante, es importante remarcar que las realidades físicas del sector han sufrido mucho menos que su traducción bursátil. Como ejemplo, cabe mencionar que el precio del cobre solo ha caído un 6% en agosto, apoyado por unos niveles mundiales de stocks bastante estables. ¿Deberíamos ver aquí un reflejo de nuestra visión macroeconómica? Aunque la salud de las grandes

economías emergentes es capaz de resistir las calamidades de las finanzas públicas europeas y estadounidenses, el sector de las materias primas es quizás menos vulnerable de lo que parece. Naturalmente, el precio del oro, que sube un 12% en el mes de agosto, ha sido el principal beneficiario de las turbulencias bursátiles vividas ese mes, y es reseñable que las minas de oro, a pesar de su estatus de acciones, hayan subido un 10% en el mismo periodo. **Carmignac Commodities**, posicionado de forma defensiva desde el comienzo del verano, ha podido de esta manera amortiguar la corrección de su sector y no ha cedido más que un 5,38% en agosto, frente al casi 9% que pierde su índice de referencia.

● Fondos de fondos : asignación de activos

Visto a posteriori, lamentamos no haber expresado con mayor rapidez en los tres fondos **Carmignac Profil Réactif** la prudencia que aplicábamos a principios del verano y que se ha reflejado más claramente en otros fondos de nuestra gama. El posicionamiento defensivo de los fondos de fondos les ha permitido evitar durante el mes de agosto aproximadamente la

mitad de la corrección de sus índices de referencia. Aunque con un poco de retraso, las tasas de exposición se han dejado en niveles muy bajos y se ha reforzado la ponderación de los fondos defensivos y de renta fija de acuerdo con nuestra visión estratégica, expuesta en el editorial.

// RENDIMIENTOS DE LOS FONDOS

	Valor liquidativo	2011	1 año	3 años	5 años
Carmignac Investissement A	8227,76	-8,57%	1,57%	20,36%	37,88%
Carmignac Investissement E	125,74	-9,03%	0,87%	16,59%	29,78%
<i>MSCI All Countries World Free (Eur)</i>	192,67	-12,47%	-1,75%	-5,92%	-17,52%
Carmignac Grande Europe A	121,57	-15,32%	-4,85%	-15,02%	-11,99%
Carmignac Grande Europe E	70,36	-15,76%	-5,62%	-16,84%	-
<i>DJ Stoxx 600</i>	237,44	-13,91%	-5,52%	-17,61%	-29,07%
Carmignac Euro-Entrepreneurs	159,26	-14,98%	0,30%	-17,34%	-7,45%
<i>DJ Stoxx 200 Small</i>	157,34	-14,09%	1,42%	-3,78%	-14,84%
Carmignac Emergents	646,40	-11,81%	1,72%	21,74%	18,70%
<i>MSCI Emerging Markets Free (Eur)</i>	166,17	-16,39%	-5,98%	10,48%	18,81%
Carmignac Emerging Discovery	950,58	-18,98%	-7,67%	13,82%	-
<i>Index CARMIGNAC Emerging Discovery (Eur)</i>	91,14	-18,19%	-8,09%	27,93%	-
Carmignac Innovation	188,53	-16,33%	-8,74%	-29,88%	-34,42%
<i>Index CARMIGNAC Innovation (Eur)</i>	138,24	-8,78%	1,43%	2,35%	-8,48%
Carmignac Commodities	342,72	-15,98%	9,85%	5,14%	33,93%
<i>Index CARMIGNAC Commodities (Eur)</i>	322,97	-14,41%	3,19%	-4,78%	11,62%
Carmignac Patrimoine A	5161,89	-1,95%	-0,73%	27,17%	39,16%
Carmignac Patrimoine E	132,54	-2,29%	-1,24%	24,78%	33,57%
<i>50% MSCI AC World Free (Eur) + 50% Citigroup WGBI (Eur)</i>	290,15	-5,64%	-2,55%	17,00%	10,86%
Carmignac Emerging Patrimoine A	98,77	-	-	-	-
Carmignac Emerging Patrimoine E	98,50	-	-	-	-
<i>50% MSCI EM Free (Eur) + 50% JPM GBI EM (Eur)</i>	95,40	-	-	-	-
Carmignac Euro-Patrimoine	279,36	-0,27%	8,25%	3,89%	4,11%
<i>50% DJ Euro Stoxx 50 + 50% Eonia Capitalizado</i>	114,19	-8,49%	-5,62%	-12,03%	-12,97%
Carmignac Investissement Latitude	206,06	-9,18%	-0,42%	21,82%	42,29%
<i>MSCI All Countries World Free (Eur)</i>	194,75	-12,47%	-1,75%	-5,92%	-17,52%
Carmignac Market Neutral	1017,72	-7,13%	-5,91%	-3,12%	-
<i>Eonia Capitalizado</i>	139,99	0,60%	0,78%	2,98%	-
Carmignac Profil Reactif 100	144,10	-15,56%	-5,44%	-9,58%	-7,66%
<i>MSCI All Countries World Free (Eur)</i>	192,67	-12,47%	-1,75%	-5,92%	-17,52%
Carmignac Profil Reactif 75	167,33	-12,31%	-4,72%	-2,91%	0,14%
<i>75% MSCI AC World Free (Eur) + 25% Citigroup WGBI (Eur)</i>	101,61	-9,05%	-2,11%	7,06%	-2,25%
Carmignac Profil Reactif 50	147,83	-8,44%	-3,72%	2,49%	6,34%
<i>50% MSCI AC World Free (Eur) + 50% Citigroup WGBI (Eur)</i>	115,00	-5,64%	-2,55%	17,00%	10,86%
Carmignac Global Bond	953,95	-2,06%	-8,56%	-3,25%	-
<i>JP Morgan GGB</i>	479,80	1,22%	-3,73%	30,90%	-
Carmignac Securite	1532,72	-0,02%	-0,35%	15,34%	21,03%
<i>Euro MTS 1-3 Y</i>	156,35	1,16%	0,31%	10,82%	18,40%
Carmignac Cash Plus	10449,77	0,79%	1,18%	3,38%	-
<i>Eonia Capitalizado</i>	140,15	0,60%	0,78%	2,98%	-
Carmignac Court Terme	3724,95	0,59%	0,79%	3,32%	11,02%
<i>Eonia Capitalizado</i>	140,15	0,60%	0,78%	2,98%	11,30%

Fuente: Morningstar au 31/08/2011.

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 París
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 Luxemburgo
Tel : (+352) 46 70 60 1 - Fax : (+352) 46 70 60 30
www.carmignac.com

Carmignac Gestion, Sociedad Anónima - Sociedad gestora de carteras (autorización nº GP 97008 del 13/03/1997) - Código de actividad (APE) : 671C con un capital de 15 000 000 euros - Número de registro mercantil (RCS) París 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