

Carmignac views

// EDITORIAL

¿Se puede evitar aún una nueva recesión?

La volatilidad ha vuelto con fuerza a los mercados de activos a lo largo del mes, acompañada más de comentarios de toda índole que de decisiones políticas valientes, y todo ello con una degradación de las perspectivas económicas mundiales como telón de fondo. En el momento en el que se recrudece la batalla para determinar si será el Sr. Barroso o el Sr. Von Rompuy quien pilotará la Unión Europea, nosotros preferiríamos saber si el avión está pilotado. Las informaciones aparecidas durante este mes no han sido tranquilizadoras. Por un lado, la Sra. Merkel y el Sr. Sarkozy dicen estar «convencidos de que Grecia seguirá en el euro». Y en la última cumbre del FMI, los dirigentes de los 17 (países de la zona del euro) se han comprometido «a hacer todo lo necesario» y a «garantizar la estabilidad de la zona del euro en su conjunto».

Grecia sigue siendo el centro de todas las discusiones. Teniendo en cuenta que tiene un PIB que ha caído un 6% en los últimos 12 meses, una tasa de desempleo que aumenta 5 puntos y un poder adquisitivo que cae un 15%, ¿quién puede pensar racionalmente en imponer un nuevo plan de medidas de austeridad al país? ¿Quién puede creer aún en la solvencia del país? Además de que el déficit presupuestario no conseguirá los objetivos fijados por la «troika» (FMI, UE y BCE), no debemos olvidar que el déficit de la balanza externa también asciende al 12% del PIB. Sin poder recurrir a la devaluación de su moneda, salvar a Grecia de esta situación se convierte en buscar la cuadratura del círculo. La asunción de una pérdida del 21% (según el nuevo mandato del EFSF) por parte de los tenedores de bonos griegos está lejos de ser suficiente. Solo los bancos franceses han aceptado este cálculo. Sus homólogos alemanes son indiscutiblemente más conservadores, como atestigua la asunción del 50% de pérdidas en Allianz y del 100% en Munich Re.

La incapacidad política para tomar medidas importantes e imponer una visión a largo plazo



de lo que debería ser la futura zona del euro no hace más que acrecentar el riesgo de contagio y pesa sobre las perspectivas económicas de la vieja Europa. No olvidemos que la deuda griega es solo de 450.000 millones de euros, mientras que la deuda italiana se acerca a los 2 billones. Con sus 440.000 millones de euros, los límites de la capacidad de actuación del fondo europeo de estabilidad financiera son, pues, evidentes. Entonces, ¿quién va a hacer avanzar a esta Unión Europea sin un liderazgo real? ¿Debemos esperar a la rebaja de la calificación de Francia, que tal y como están las cosas, no nos parece que merezca su AAA? Es bastante probable.

Francia ostenta el récord de gasto público con un 56% del PIB. Las discusiones presupuestarias que se van a llevar a cabo tienen como objetivo reducir el déficit público en 2012 del 5,7 al 4,5%, con una optimista previsión de crecimiento del 1,75%. Esta tasa provisional de crecimiento, revisada a la baja durante el verano, ha requerido encontrar 11.000 millones de ingresos suplementarios, de los que 10.000 saldrán de impuestos y sólo 1.000 de ahorros en el tren de vida del Estado. Tengamos en cuenta que en el mismo periodo los españoles y los italianos han votado unos planes de austeridad de 50.000 y 80.000 millones de euros respectivamente. ¡El último presupuesto equilibrado en Francia fue el de 1975! La deuda francesa es del 85% del PIB y el 70% de ella está en manos de inversores internacionales. Además, Francia acumula importantes déficits, tanto en el sector público como en el exterior, y la balanza comercial tiene un saldo negativo de 75.000 millones de euros. Por lo tanto, la rebaja

de la calificación de Francia resulta inevitable. Y causará un gran impacto. Una mayor austeridad en Francia significaría menos crecimiento aún y eso repercutiría sobre Alemania, su primer socio comercial. En este contexto, la probabilidad de una nueva recesión aumenta.

La única ayuda posible a corto plazo para el crecimiento europeo debería venir del Banco Central Europeo. ¿Está dispuesto el Sr. Trichet, o su sucesor, a abandonar su visceral ortodoxia? El BCE debe bajar los tipos y practicar abiertamente la relajación cuantitativa, el BCE debe adoptar una política que tenga por objetivo la debilitación del euro y el aumento del potencial exterior de la zona. Sin estas medidas, la parálisis es casi segura. Ya no es momento de atrincherarse tras el cometido único de mantener la estabilidad de los precios. Hay quien teme incluso que esas medidas sean inflacionistas. Es un error ya que la relación entre la cantidad de moneda emitida y la inflación es, hoy en día, tenue. Los bancos están en un estado lamentable y sólo intentan reducir el volumen de sus balances. La reducción, en más de 100.000 millones de dólares, de la capacidad de financiación de los bancos europeos ante los fondos monetarios estadounidenses en tan solo unos meses hace que esta reducción sea imprescindible. Así, la velocidad de circulación monetaria seguirá siendo muy baja y en ningún caso podrá conducir al exceso de demanda que sería fuente de inflación. Quizás, pagando este precio, podríamos evitar una recesión en Europa.

La economía europea no contará con el apoyo del dinamismo estadounidense, puesto que está debilitado de forma duradera. La reducción del apalancamiento continúa en EE.UU., que sigue sin ser capaz de crear empleo. El escaso número de nuevas construcciones retrasa la corrección del desequilibrio entre la oferta y la demanda en el sector inmobiliario, que sigue lastrando el crecimiento. Las propuestas de reactivación de la administración Obama se han convertido ya en asunto de una campaña electoral que comienza en un clima deteriorado. En cuanto a la Fed, aún no puede llamar a los helicópteros para una tercera fase de relajación cuantitativa, pero puede que ésta no tarde mucho en llegar. Entretanto, mantiene los tipos a cero y orienta sus posiciones en bonos del Tesoro hacia vencimientos más largos (Operación Twist), aunque esto va a ser poco eficaz. Como subraya el FMI en su último informe, la economía estadounidense está fracturada (bifurcated). Esto se traduce en el hecho de que las pequeñas y medianas empresas que lo necesitan tienen poco acceso a la financiación bancaria y, por tanto, no se benefician de estos niveles mínimos de los tipos de interés, mientras que los grandes grupos disponen de una liquidez superabundante

y no necesitan tipos tan bajos. En otro orden de cosas, los tipos hipotecarios extremadamente bajos (se ha llegado a un mínimo histórico de 4,05% a 30 años) no benefician a los hogares, que son quienes más lo necesitarían. Ahora que el valor de sus bienes inmobiliarios es inferior al de sus créditos, no pueden beneficiarse de la posibilidad de refinanciar la totalidad de sus necesidades. Por consiguiente, la eficacia de las operaciones de la Fed en esta fase de ralentización es muy limitada.

Dependerá la salud de la economía europea de la fuerza del crecimiento de las economías emergentes? Sin duda, pero ¿será suficiente? Los países emergentes también se ralentizan, y no solo como consecuencia de la ralentización de las economías occidentales, puesto que esa ralentización viene orquestada para permitir una estabilización de los precios. A día de hoy, China



es el centro de las elucubraciones. Inmersa hasta principios del verano en un crecimiento juzgado demasiado fuerte, fuente de excesos de todo tipo y de tensiones inflacionistas, está a día de hoy al borde de un precipicio y cerca de un estrepitoso aterrizaje forzoso. Y no todo carece de fundamento. La concesión excesiva de créditos, fundamentalmente fuera del sistema bancario clásico, será una fuente de contrariedades para las principales instituciones financieras del país, pero nuestro análisis no corrobora de ninguna manera la idea de una crisis sistémica.

También el sector inmobiliario ha sufrido excesos. A día de hoy, hay nada menos que 50.000 promotores inmobiliarios en el país. Este sector sufre escasez de liquidez y unos tipos de interés más elevados. Ese era exactamente el objetivo del gobierno, que desea consolidar el sector. Y es muy sano para evitar la explosión tardía de una burbuja inmobiliaria que empieza a formarse. Esto no significa en absoluto que el sector inmobiliario esté al borde del abismo. El gobierno sigue promoviendo la construcción de viviendas «sociales» a precios bajos. Al impresionante ritmo de más de 10 millones de unidades al año. Es imprescindible para corregir los desequilibrios sociales, sobre todo

teniendo en cuenta que China sufre, debido a su urbanización, de un déficit de viviendas y no de un exceso de ellas. Es muy fácil encontrar algún inmueble vacío o una obra sin acabar en una economía tan grande y no siempre bien organizada, pero esto no debe ocultar la realidad: la economía china crece aproximadamente un 9% al año y su gobierno está empeñado en estabilizar los precios y purgar los excesos resultantes del ingente plan de reactivación puesto en marcha a finales de 2008. Así, China y otras economías emergentes seguirán teniendo un crecimiento satisfactorio, si bien será inferior al de los últimos 12 meses. Y en lo que a mí respecta, estoy más preocupado por lo que ocurre en Atenas, Roma o París que por lo que ocurre en Wenzhou.

Teniendo en cuenta la situación, nuestros gestores se han preocupado ante todo de preservar el capital, más que de las valoraciones. Las exposiciones a la renta variable de nuestros diferentes fondos se han ido reduciendo durante la mayor parte del periodo, hasta niveles próximos al mínimo legal en el caso de los fondos de renta variable internacional. Estas reducciones de la exposición han tenido lugar en todas las regiones, incluido el universo emergente, que se ha vuelto vulnerable por la intolerancia generalizada al riesgo y por un entorno de liquidez enrarecido temporalmente por la contracción que está teniendo lugar en todo el mundo. Se han mantenido las sensibilidades de las carteras de renta fija en niveles elevados privilegiando la deuda pública estadounidense y alemana. En cuanto a las divisas, la exposición al euro se ha mantenido baja durante este periodo con el objetivo de reflejar lo que en nuestra opinión iba a ser un movimiento inevitable de depreciación de la moneda única.

En resumen: economías emergentes satisfechas de crecer un poco más despacio, una economía estadounidense asfixiada y con un arsenal monetario mermado a corto plazo, una economía europea que se tambalea sobre sus cimientos... realmente no es un horizonte que anime a asumir riesgos a corto plazo. Sin embargo, la recesión no es ineluctable. Los bancos centrales emergentes han puesto o van a poner fecha de caducidad al endurecimiento monetario y los bancos centrales occidentales no tienen otra opción más que la reflación. Cuando aparezcan las primeras señales, será el momento de exponer nuestras carteras a las temáticas de crecimiento, que, sin duda, serán en gran medida emergentes.

Eric Le Coz

Redactado el 3 de octubre de 2011

// ESTRATEGIA DE INVERSIÓN

● **Divisas** : brusco aterrizaje del euro

La persistencia de la crisis de deuda pública en la zona del euro y la consiguiente degradación de las perspectivas de crecimiento acabarán finalmente con la fuerza del euro. Durante este mes, el euro cede 6,8% frente al dólar y un poco más del 6% frente al yen. El mantenimiento casi íntegro de la exposición al riesgo cambiario de nuestros fondos de renta variable internacional – **Carmignac Patrimoine** y **Carmignac Investissement** – ha resultado un medio eficaz para compensar la erosión causada por la caída generalizada de los mercados de renta variable.

La parálisis política de la zona del euro, el riesgo de contagio de la crisis

griega a economías más importantes como Italia y Francia, y el riesgo de una sorpresa desagradable en el sistema bancario europeo son otras tantas razones que nos inclinan a seguir con exposición escasa o nula al euro. Además, la única forma rápida de restaurar la competitividad internacional del viejo continente es, a nuestro parecer, el debilitamiento relativo de su moneda. Esta exposición al riesgo cambiario propicia ciertamente un aumento de la volatilidad de nuestros Fondos, pero representa un posicionamiento «prudente» teniendo en cuenta las incertidumbres mencionadas.

● **Renta fija** : las previsiones de ralentización son la nota dominante

El aplanamiento de las curvas de tipos a ambos lados del Atlántico ilustra bien la previsión de una ralentización económica marcada y duradera en el mundo occidental, la perspectiva del mantenimiento a cero de los tipos cortos en los Estados Unidos y la de una relajación monetaria en la zona del euro que ha tardado demasiado. En este sentido, el bono estadounidense a 10 años cede 31 puntos básicos y llega al 1,92%, el bono alemán a 10 años cede 33 puntos básicos y llega al 1,88%. Con el objetivo de aprovechar esta relajación de los tipos largos, hemos mantenido la sensibilidad de nuestras carteras de renta fija en niveles elevados, cerca

del 8 para **Carmignac Patrimoine**, 7 para **Carmignac Global Bond** y 3,9 para **Carmignac Sécurité**. Solo **Carmignac Emerging Patrimoine** ha mantenido una sensibilidad reducida al 2, teniendo en cuenta las diferencias en la política monetaria entre el universo emergente y el desarrollado. Sin embargo, nuestras carteras se han visto penalizadas por las tensiones que han tenido lugar en el sector de la deuda corporativa. No obstante, no hemos reducido de forma significativa nuestras posiciones, refrendadas por nuestros análisis de los emisores de los valores en cartera.

● **La renta variable** : el rally del final del trimestre no esconde la desbandada

La recuperación de los principales índices internacionales en la última semana del mes (y del trimestre) no debe ocultar la realidad del aumento de la intolerancia al riesgo en un entorno en el que las confirmaciones de la ralentización internacional se multiplican. En nuestros fondos de renta variable internacional mantenemos una exposición a la renta variable reducida a pesar de que no nos ha permitido captar el rebote de los mercados, ya que la crisis europea no está aún resuelta y, con el paso del tiempo, la factura a pagar en términos del potencial futuro del crecimiento seguirá aumentando. Además, a corto plazo tanto la Fed como la administración de Obama son incapaces de actuar de manera decisiva para apoyar a una actividad estadounidense que va a seguir mostrando signos de anemia. En estos momentos de liquidación de posiciones, los mercados emergentes tampoco han resistido mejor que sus homólogos

desarrollados. Solo el mercado indio ha limitado su caída al 0,2% durante el mes. También hemos procedido a reducir la exposición a este universo emergente mediante las ventas de contratos a plazo sobre el índice coreano Kospi. Seguimos confiando en que la economía china tendrá un aterrizaje suave y no uno forzoso. El mercado local (MSCI China) ha visto como su valoración pasaba de 15,5 veces los beneficios previstos para los 12 meses siguientes en agosto de 2009 a tan solo 7,5 veces los beneficios previstos para los próximos 12 meses a día de hoy. Este descuento es especialmente atractivo. Por lo tanto, esperaremos una señal política para reforzar nuestras posiciones en este país. Una relajación de la ratio de reservas obligatorias de los bancos será, sin duda, la señal de que las autoridades consideran que el doble objetivo de estabilización de la inflación y de purga del exceso de crédito se habrá cumplido.

● **Materias primas** : sin refugios a corto plazo

Este mes, el sector del oro no ha jugado su papel tradicional de refugio eficaz en periodos de intolerancia al riesgo. Por el contrario, ha sufrido ventas que han pesado sobre la rentabilidad de nuestros Fondos, con **Carmignac Commodities** a la cabeza. Durante este mes, la onza de oro y el índice de minas de oro caen un 11 y un 12%, respectivamente. Estas caídas parecen corresponder a ventas desencadenadas por una escasez temporal de liquidez en los mercados internacionales. Mantenemos nuestras posiciones en este sector porque creemos que la necesaria política de reflación de la economía mundial, junto con unos tipos mantenidos de

forma estable en cero y una guerra de divisas que continuará, serán, a medio plazo, potentes factores de apoyo al metal amarillo.

El sector de los servicios petrolíferos ha amplificado la caída de la cotización del barril de crudo durante el mes. Mientras que los indicadores de este sector siguen siendo positivos, la perspectiva de una ralentización internacional ha supuesto un ajuste de las previsiones de la demanda futura, lo que ha pesado sobre las cotizaciones. Nuestras posiciones siguen concentradas en valores de calidad cuya prima de riesgo es, no obstante, especialmente elevada.

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

En los Profils Réactifs se ha llevado a cabo una asignación de activos defensiva en este periodo, a pesar de que se han liquidado de forma táctica sus coberturas parcialmente al final del periodo para cerrar el mes con una exposición de aproximadamente el 50% de su máximo. En un entorno cuando menos volátil, los tres Fondos se han beneficiado del

buen comportamiento de **Carmignac Market Neutral** en este periodo (+1,36%) y de la excelente evolución de **Carmignac Global Bond** (+6,88%), gracias a una sensibilidad elevada mediante deuda pública estadounidense y alemana (73% de los activos netos), un peso reducido de la deuda corporativa y una importante exposición al dólar.

// RENDIMIENTOS DE LOS FONDOS

	Valor liquidativo	2011	1 año	3 años	5 años
Carmignac Investissement A	7 862,46	-12,63%	-5,82%	29,93%	32,83%
Carmignac Investissement E	120,08	-13,12%	-6,47%	25,86%	24,98%
<i>MSCI All Countries World Free (Eur)</i>	<i>186,80</i>	<i>-15,13%</i>	<i>-6,43%</i>	<i>-0,33%</i>	<i>-21,67%</i>
Carmignac Grande Europe A	116,49	-18,85%	-11,68%	-4,94%	-16,21%
Carmignac Grande Europe E	67,39	-19,31%	-12,39%	-6,98%	-
<i>DJ Stoxx 600</i>	<i>226,19</i>	<i>-17,99%</i>	<i>-12,91%</i>	<i>-11,66%</i>	<i>-33,75%</i>
Carmignac Euro-Entrepreneurs	154,08	-17,75%	-7,52%	-1,66%	-11,39%
<i>DJ Stoxx 200 Small</i>	<i>144,87</i>	<i>-20,89%</i>	<i>-11,68%</i>	<i>2,54%</i>	<i>-24,28%</i>
Carmignac Emergents	606,65	-17,23%	-7,85%	36,56%	10,05%
<i>MSCI Emerging Markets Free (Eur)</i>	<i>151,96</i>	<i>-23,54%</i>	<i>-16,71%</i>	<i>17,13%</i>	<i>6,82%</i>
Carmignac Emerging Discovery	884,26	-24,63%	-16,95%	32,97%	-
<i>Index CARMIGNAC Emerging Discovery (Eur)</i>	<i>81,28</i>	<i>-27,04%</i>	<i>-21,30%</i>	<i>36,11%</i>	<i>-</i>
Carmignac Innovation	191,12	-15,18%	-11,25%	-20,57%	-34,77%
<i>Index CARMIGNAC Innovation (Eur)</i>	<i>140,61</i>	<i>-7,21%</i>	<i>1,06%</i>	<i>12,61%</i>	<i>-9,23%</i>
Carmignac Commodities	287,64	-29,48%	-13,30%	12,65%	20,46%
<i>Index CARMIGNAC Commodities (Eur)</i>	<i>291,98</i>	<i>-22,63%</i>	<i>-9,50%</i>	<i>2,84%</i>	<i>4,59%</i>
Carmignac Patrimoine A	5 155,34	-2,08%	0,46%	30,17%	39,38%
Carmignac Patrimoine E	132,32	-2,45%	-0,05%	27,74%	33,92%
<i>50% MSCI AC World Free (Eur) + 50% Citigroup WGBI (Eur)</i>	<i>294,18</i>	<i>-4,33%</i>	<i>0,44%</i>	<i>20,84%</i>	<i>10,80%</i>
Carmignac Emerging Patrimoine A	94,90	-	-	-	-
Carmignac Emerging Patrimoine E	94,92	-	-	-	-
<i>50% MSCI EM Free (Eur) + 50% JPM GBI EM (Eur)</i>	<i>90,04</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>-</i>
Carmignac Euro-Patrimoine	271,44	-3,10%	2,76%	7,59%	0,83%
<i>50% DJ Euro Stoxx 50 + 50% Eonia Capitalizado</i>	<i>111,51</i>	<i>-10,64%</i>	<i>-9,87%</i>	<i>-10,58%</i>	<i>-16,14%</i>
Carmignac Investissement Latitude	198,44	-12,54%	-7,17%	29,86%	37,48%
<i>MSCI All Countries World Free (Eur)</i>	<i>188,82</i>	<i>-15,13%</i>	<i>-6,43%</i>	<i>-0,33%</i>	<i>-21,67%</i>
Carmignac Market Neutral	1 031,61	-5,86%	-4,29%	1,25%	-
<i>Eonia Capitalizado</i>	<i>140,11</i>	<i>0,68%</i>	<i>0,83%</i>	<i>2,68%</i>	<i>-</i>
Carmignac Profil Reactif 100	140,76	-17,52%	-10,68%	2,52%	-9,57%
<i>MSCI All Countries World Free (Eur)</i>	<i>186,80</i>	<i>-15,13%</i>	<i>-6,43%</i>	<i>-0,33%</i>	<i>-21,67%</i>
Carmignac Profil Reactif 75	164,75	-13,65%	-8,29%	6,27%	-1,25%
<i>75% MSCI AC World Free (Eur) + 25% Citigroup WGBI (Eur)</i>	<i>100,85</i>	<i>-9,73%</i>	<i>-2,88%</i>	<i>11,82%</i>	<i>-4,66%</i>
Carmignac Profil Reactif 50	148,08	-8,29%	-4,43%	9,43%	6,55%
<i>50% MSCI AC World Free (Eur) + 50% Citigroup WGBI (Eur)</i>	<i>116,59</i>	<i>-4,33%</i>	<i>0,44%</i>	<i>20,84%</i>	<i>10,80%</i>
Carmignac Global Bond	1 019,56	4,67%	0,91%	5,23%	-
<i>JP Morgan GGB</i>	<i>507,49</i>	<i>7,06%</i>	<i>7,01%</i>	<i>33,39%</i>	<i>-</i>
Carmignac Securite	1 528,25	-0,31%	-0,70%	15,12%	20,37%
<i>Euro MTS 1-3 Y</i>	<i>155,68</i>	<i>0,73%</i>	<i>0,11%</i>	<i>9,03%</i>	<i>17,63%</i>
Carmignac Cash Plus	10 475,22	1,04%	1,39%	4,25%	-
<i>Eonia Capitalizado</i>	<i>140,26</i>	<i>0,68%</i>	<i>0,83%</i>	<i>2,68%</i>	<i>-</i>
Carmignac Court Terme	3 728,52	0,69%	0,84%	3,05%	10,89%
<i>Eonia Capitalizado</i>	<i>140,26</i>	<i>0,68%</i>	<i>0,83%</i>	<i>2,68%</i>	<i>11,11%</i>

Fuente: Morningstar au 30/09/2011.

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