

# Carmignac

## views

### // EDITORIAL

## El fin de los tabúes

**A** principios de noviembre, Yorgos Papandreu hacía fracasar la tentativa de acuerdo de rescate multilateral en la última reunión del año del G20 al anunciar su proyecto de referéndum. Repentinamente, la hasta entonces descartada idea de que un país pudiera decidir abandonar la moneda única se convertía, por la fuerza de los acontecimientos, en una hipótesis de trabajo. En Cannes se rompía otro tabú: el de la injerencia directa en la política interna de otros países europeos. Poco después, Italia elegía un gobierno de tecnócratas avalado por Berlín. La espectacular aceleración de la crisis europea desde el verano obliga a los dirigentes europeos y, quizás pronto también al Banco Central Europeo, a que empiecen a pensar lo impensable. Quizás sea una buena noticia.

#### La experiencia de la interdependencia en Europa.

Al anunciar el 28 de noviembre que la crisis financiera amenazaba la calificación de todos los países de la eurozona, la agencia de calificación Moody's recordaba que las penurias europeas eran fruto de problemas sistémicos que no se podían solucionar con remedios nacionales. A día de hoy, toda Europa se enfrenta a riesgos financieros excepcionalmente graves que exigen tratamientos de la misma magnitud.

Todo el mundo se da cuenta de que el aumento de los costes de refinanciación de la deuda pública de España e Italia refleja una esperanza cada día más débil de que estos países puedan reducir su endeudamiento en un contexto de recesión. Y Francia podría encontrarse en el mismo camino, ya que la prima de riesgo que debe pagar para refinanciar su deuda pública se situaba a mediados de noviembre en el nivel que mostraba Italia hace seis meses. E incluso la propia Alemania ha sufrido ya la experiencia de la interdependencia: los pedidos que ha recibido



su industria manufacturera se han reducido un 4,3% en el mes de septiembre, descenso que se cifra en el 12% en el caso de la zona del euro. Por su parte, los inversores, saciados de deuda pública alemana anticrisis, empiezan a reclamar una remuneración un poco más alta para seguir comprando.

Por consiguiente, excepto si debemos considerar un desmembramiento de la zona del euro, se hace inevitable considerar algunas medidas —hasta ahora tabúes— para cercenar este destructivo contagio. Se debe, en concreto, exigir al Banco Central Europeo que actúe de forma

decisiva (tipos a cero, papel de prestamista de último recurso, financiación directa o indirecta del FEEF... las posibilidades son variadas) para garantizar, como corresponde a todo banco central, la estabilidad del sistema financiero. Sobre todo porque la antigua desconfianza en relación con los indisciplinados gobiernos de Atenas o Roma ya no es admisible. El proyecto de una forma de financiación conjunta y solidaria mediante bonos dentro de la zona ya no puede descartarse en las discusiones. También deben reconocerse los efectos suicidas de unas políticas de austeridad excesivas. Finalmente, se debería abordar un proyecto concreto tendente a conseguir un grado mayor de integración presupuestaria.

La llamada a la acción, especialmente al BCE, se está convirtiendo en ensordecadora y no se podrá obviar durante mucho más tiempo.

Estimamos que el alejamiento de la crisis sistémica justificará haber bajado un poco la guardia en este fin de año en los mercados de renta variable.

«Algo no está hecho hasta que no se ha entregado» (Steve Jobs)

**E**n cualquier caso, no podemos perder de vista que la perspectiva de una recesión grave en Europa en 2012 sigue presente, ya que si bien la intervención concertada de varios bancos centrales anunciada el 30 de noviembre aligerará las dificultades agudas de financiación en dólares de determinados bancos europeos, la cura de adelgazamiento impuesta al sector, como nos temíamos en nuestra carta mensual de septiembre, ya ha comenzado. A ella se unen los planes de austeridad, lo que lastrará considerablemente la actividad económica de la zona. Recordemos que la economía europea no puede prescindir del apoyo de los bancos: el crédito bancario representa, a día de hoy, el 170% del producto interior bruto europeo y esa cifra supone un grado de bancarización dos veces superior al de Estados Unidos.

### **El bloqueo político en EE.UU. pone a prueba la resistencia de su economía**

**E**n EE.UU., el fracaso del «supercomité» parlamentario a la hora de acordar un plan de reducción del gasto público a diez años confirma que el país se está viendo entorpecido por un «riesgo político». Por consiguiente, la posibilidad de que se aprueben medidas de apoyo a la economía estadounidense en 2012 —año electoral— se aleja todavía más. Queda el formidable dinamismo del sector privado. Las ventas minoristas durante el largo fin de semana de Acción de Gracias han sido buenas (aunque esta vitalidad es fruto al menos en parte de una caída de la tasa de ahorro de los hogares, ya de por sí limitada, del 5 al 3,5% desde junio). Los indicadores de los directores de compras (el índice ISM manufacturero de noviembre) muestran que la economía está resistiendo bien. Aceptemos este presagio, incluso aunque nuestro indicador adelantado siga haciéndonos temer que la tendencia de ralentización continuará en 2012.

### **La lección de pragmatismo de los países emergentes.**

**A**lgunos inversores temen que la contracción del sector bancario europeo actúe como correa de transmisión de la crisis a los países

emergentes. Esta inquietud se fundamenta en la importante presencia de los bancos europeos en las finanzas internacionales (aseguran más préstamos en dólares al resto del mundo que los propios bancos estadounidenses) y está ciertamente justificada en el caso de Europa Central, que necesita importantes financiaciones exteriores para cubrir sus déficits por cuenta corriente. Sin embargo, América Latina y sobre todo Asia emergente no presentan la misma vulnerabilidad. Así, el grueso de la actividad de los bancos europeos en estas regiones se concentra en la financiación del comercio internacional (actividad poco técnica en las que serían fáciles de reemplazar si fuera necesario). La actividad interna de los países emergentes, sobre la que, recordemos, va a sustentarse su crecimiento en los próximos años, está financiada principalmente por los bancos locales. Además, la mayoría de estos países tiene saldos por cuenta corriente excedentarios, que son generadores de reservas de divisas y no de necesidades de financiación.



Por consiguiente, no hay motivo para temer que el debilitamiento de los bancos europeos produzca un fuerte impacto sobre las principales economías emergentes.

Entretanto, sus bancos centrales parecen dar de nuevo una lección de pragmatismo al BCE. Dado que el ritmo de la inflación ya ha comenzado a descender, las políticas monetarias han llegado a cambiar de signo en Brasil, Indonesia y Tailandia. En China, donde la política monetaria se sirve de muy diversas herramientas, los tipos siguen por ahora inalterados, pero las cuotas de créditos bancarios han aumentado al final del año y se fomentan los préstamos destinados a las pymes. Las ratios de reservas obligatorias de los bancos acaban de rebajarse 50 puntos básicos. Los grandes países emergentes ya están organizándose para poder garantizar su actividad en 2012 independientemente de las vicisitudes europeas.

**C**omo preveíamos hace 12 meses, el año 2011 ha sido penoso. Esperemos que la gravedad de la crisis termine derrotando a las idiosincrasias nacionales y sea capaz de

engendrar un BCE sin complejos. Este periodo histórico habrá permitido al menos a los inversores hacerse una idea de las relaciones de fuerza entre las economías mundiales. La zona del euro y, en menor medida EE.UU., ven a día de hoy cómo todo su sistema financiero está expuesto al potente efecto deflacionista del desendeudamiento. Por el contrario, la autonomía financiera de las grandes economías emergentes asiáticas y latinoamericanas supone, más que nunca, un arma de diferenciación masiva. A pesar de que no pueden pretender estar completamente a salvo de las crisis europeas, los grandes países emergentes están ya en marcha y tienen un potencial inmenso.

2012 se anuncia como un año todavía complicado en el que el enfoque internacional, una gestión activa de los riesgos y la valentía a la hora de aplicar las propias convicciones se convertirán en bazas decisivas. Esta perspectiva, por muy incómoda que resulte, no nos asusta en absoluto. Con esta perspectiva lúcida pero serena, todo el equipo de Carmignac Gestión le agradece la confianza que ha depositado en nosotros un año más y le desea unas muy felices fiestas de fin de año.

Didier Saint-Georges

*Redactado el 3 diciembre 2011*

## // ESTRATEGIA DE INVERSIÓN

### ● **Divisas : el euro vuelve a sus mínimos de septiembre**

Después de la violenta subida del mes de octubre, el euro ha invertido su tendencia en noviembre para finalizar el mes con una caída del 3,5% frente al dólar y de 3,9% frente al yen. No obstante, este debilitamiento sigue siendo bastante leve teniendo en cuenta la gravedad de la crisis de la zona del euro (véase el editorial). Tenemos que creer que, hasta ahora, los inversores extranjeros han podido apaciguar sus temores conformándose con transferir sus activos en euros del sur al norte de Europa. Durante el mes de noviembre,

la repatriación por parte de los bancos franceses y alemanes de sus activos en el extranjero ha mantenido, de forma realmente paradójica, la paridad del euro. Por el contrario, quizás resulte revelador el hecho de que en los últimos días del mes, que han estado marcados por el retorno de la esperanza a los mercados, el euro se haya beneficiado relativamente poco. Seguimos utilizando la sobreponderación en el dólar estadounidense en nuestras carteras como herramienta de reducción del riesgo de la zona del euro.

### ● **Renta fija : el contagio está en marcha**

El mes ha venido marcado por una aceleración del contagio de las dificultades de financiación pública por toda Europa, a pesar del respiro que han dado los mercados durante los últimos días. La ampliación de los diferenciales de la deuda pública española e italiana ha ascendido hasta 155 y 180 puntos básicos, respectivamente, y 90 puntos para la deuda de Francia, antes de contraerse rápidamente los dos últimos días del mes. Como cabía esperar, esta tendencia se ha trasmítido a los diferenciales de la deuda corporativa. Dado que la eficacia de los tipos alemanes como herramientas de gestión de este riesgo ha disminuido claramente (los bonos alemanes

a 10 años han repuntado a lo largo del mes 25 puntos básicos hasta el 2,27%), nuestros fondos de renta fija, cuya gestión ha seguido siendo defensiva en noviembre, han aumentado su gama de instrumentos de gestión del riesgo de crédito, especialmente mediante la compra selectiva de algunos CDS. Nuestros fondos han adoptado a finales de mes un sesgo menos defensivo y se han deshecho parte de las coberturas. También se ha reducido ligeramente la sensibilidad a la renta fija hasta dejarla en 5,3 en el caso de **Carmignac Patrimoine**, 7,3 en **Carmignac Global Bond**, 3,4 en **Carmignac Sécurité** y 2,7 en **Carmignac Emerging Patrimoine**.

### ● **La renta variable : la presión que soportan las autoridades europeas se intensifica**

Tras la gran ilusión de octubre, el mes de noviembre volvió a estar marcado por los temores de los mercados en relación con el evidente agravamiento de la crisis en la zona del euro, hasta que un espectacular aumento del optimismo se impuso hacia finales de mes. El desfile de jefes de gobierno en Grecia e Italia no ha conseguido ocultar el desafío económico de primera magnitud que supone la necesidad de reducción del endeudamiento público en un contexto de fuerte ralentización económica. Una vez alcanzado su límite de resistencia al sufrimiento, muchos inversores se han resignado a asumir una posición en los mercados abiertamente defensiva. De ahí su precipitación para no perderse un último rebote salvador, como en los tres últimos días del mes. Después de haber caído un 10% desde principios de mes, la renta variable europea cierra el periodo con una caída de solo

un 2,6% (y registra una rentabilidad superior a la del universo emergente, que cae un 6,75%). Persiste la volatilidad de los mercados de activos de riesgo, acuciados por la gravedad de la crisis y, al mismo tiempo, la creciente presión que sufren cada día los dirigentes europeos para que propongan rápidamente unas medidas por fin constructivas. Nuestros fondos, incluidos los que invierten en los mercados emergentes, han tenido una evolución más bien positiva durante este mes de noviembre y todos nuestros productos de renta variable batén con creces a sus índices de referencia. Hemos reexpuesto parcialmente nuestros fondos al final del periodo, lo que refleja la esperanza de que el Banco Central Europeo escuche alguna de las múltiples llamadas a que actúe.

### ● **Materias primas : barómetro de las incertidumbres de los mercados**

Un mes muy convulso para las materias primas. La intolerancia al riesgo y los temores a la ralentización económica mundial se han dejado sentir en primer lugar en los valores más cíclicos, que han perdido la mitad de su repunte de octubre para después recuperar en los dos últimos días casi todo el terreno perdido. El precio del Brent acaba el mes por encima de los 110 USD sobre todo a causa de razones negativas (las tensiones geopolíticas en Irán), lo que apenas ha permitido al sector de los servicios petrolíferos beneficiarse de ello. No obstante, compensan completamente su caída del mes gracias al importante rebote de los últimos días. Por último, después de situarse como pobres aliados en este periodo de búsqueda de activos refugio, y víctimas probablemente de los temores a una contracción general de la liquidez en los mercados, las minas de oro cierran también

con un ligero ascenso (3,3%) gracias a su espectacular subida del 30 de noviembre. En este contexto, Carmignac Commodities ha conseguido generar una rentabilidad positiva (1,2%) poniendo en marcha estrategias de protección de la cartera en metales básicos y servicios petrolíferos, a pesar de que el peso de los valores del sector del oro y el peor comportamiento relativo de las empresas de mediana capitalización han sido factores penalizadores. En cuanto a las valoraciones alcanzadas durante el mes, parece que descuentan una fuerte ralentización de la demanda china, lo que nos parece excesivo. La caída de las reservas de cobre tanto en el LME como en la Bolsa de Shanghái en noviembre demuestra, por otro lado, el fortalecimiento de la demanda real de metales. El Fondo ha aumentado en consecuencia su nivel de exposición a final de mes hasta el 89%.

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

Los tres Profils Réactifs acaban el mes de noviembre al alza, obteniendo una rentabilidad considerablemente superior a la de sus índices de referencia, gracias a una asignación muy defensiva durante la mayor parte del mes. Sobre todo, se han beneficiado de la excelente rentabilidad de **Carmignac Global Bond** (+3,12%), **Carmignac Grande Europe** (+1,85%),

**Carmignac Patrimoine** (+1,79%), **Carmignac Market Neutral** (+2,19%) y **Carmignac Euro-Patrimoine** (+1,22%). Los últimos días del mes, las exposiciones se elevaron aproximadamente a un 50% de los máximos para poder aprovechar la tregua que han dado los mercados en previsión de que las autoridades europeas tomen decisiones esperanzadoras.