

Carmignac views

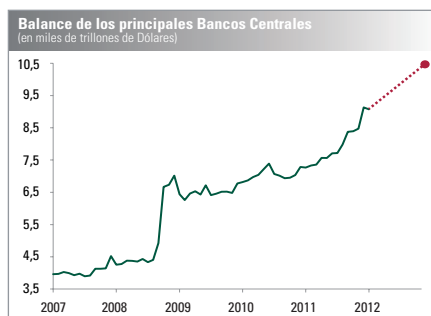
// EDITORIAL

Es algo más que simplemente la economía ...

Todo el mundo recuerda aquella frase: «It's the economy, stupid» atribuida a Bill Clinton en su victoriosa campaña electoral para la presidencia de Estados Unidos en 1992. Cuando el candidato demócrata se dio cuenta de que la situación económica del país era la clave del problema, concentró sus ataques en este terreno y consiguió una remontada tan espectacular en las encuestas de opinión que finalmente le dio la victoria frente a George Bush. Sería tranquilizador que la previsión de las tendencias de los mercados se dejara reducir, tan fácilmente como en un discurso electoral, al simple análisis de la realidad económica. Nada más lejos de la realidad, evidentemente, sobre todo después de los tres años en los que los fundamentales económicos ven cómo su impronta en los mercados se ve ampliamente desplazada por otros dos factores clave, que son la liquidez disponible (para invertir hace falta dinero), y la percepción del riesgo (¿de qué sirve la liquidez sin ganas de invertir?). De ahí la escalada de la volatilidad de los mercados y la importancia, en este primer trimestre de 2012, de contar con una estrategia de inversión que tenga en cuenta las intrincadas relaciones de estos tres parámetros.

El año 2011 fue testigo de la acumulación de las fuentes de riesgo: una ralentización mundial agravada por la catástrofe japonesa, la falta de tratamiento del sobreendeudamiento público en Europa, el encarecimiento de los costes de la energía y el bloqueo político en Estados Unidos. La negación de estas realidades por parte del Banco Central Europeo, que en julio todavía elevaba sus tipos de referencia, nos invitaba a mantener la mayor prudencia, postura finalmente justificada.

Desde finales de 2011, una sucesión de decisiones en política monetaria ha modificado el equilibrio de fuerzas: la iniciativa del BCE —redoblada el pasado 28 de febrero— en forma de los famosos «LTRO» (paquetes de financiación sin límite a tres años para los bancos europeos), la política aún muy expansiva de la Fed, las inyecciones de liquidez por parte de los bancos centrales de Japón y de Inglaterra,



Fuente: Credit Suisse, Thomson Reuters Datastream, febrero de 2012

así como un principio de relajación monetaria en los países emergentes, han vuelto a conceder a la disponibilidad de liquidez un papel preponderante. Teniendo en cuenta la apertura de estas compuertas monetarias, a principios del año hemos aumentado la tasa de exposición en la mayoría de los Fondos hasta niveles cercanos al máximo. No obstante, nos cuidaremos mucho de perder de vista la evolución de los riesgos y de las

realidades económicas, otros dos parámetros que la abundancia de liquidez solo podrá compensar a corto plazo.

En el capítulo de la percepción de los riesgos, la iniciativa del BCE ha aplacado eficazmente los temores de un «momento Lehman» europeo. Así, el sector bancario tiene garantizada la mayor parte de sus necesidades de refinanciación hasta 2014. No obstante, persisten otros riesgos importantes. En primer lugar, los riesgos de ejecución del segundo plan de rescate de Grecia no son baladíos.

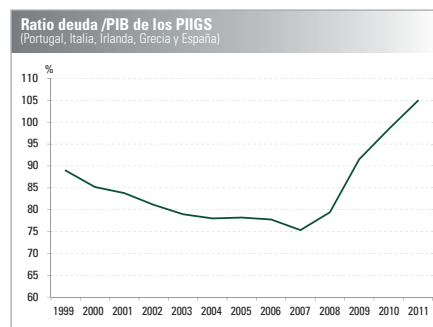
A continuación, la liquidez inyectada en el sector bancario no ha encontrado aún el camino hacia la economía real: la contracción del crédito privado en la zona del euro aumenta el riesgo de recesión, haciendo que mes a mes los plazos para la reducción de la deuda pública sean más ilusorios (como es el caso de España, obligada a renegociar su objetivo de déficit para 2012). En un plano más general, este choque de perspectivas entre los países débiles —embarcados en una política económica inviable— y los países más fuertes —conscientes de su propio interés por garantizar el futuro de la zona del euro pero cuyas exigencias presupuestarias dan a veces la impresión de sostener a sus socios europeos como la sogá al ahorcado— está cargado de incertidumbre.

Finalmente, el riesgo de un impacto externo en el precio del petróleo, que ha subido un 15% en dos meses debido a la agravación de la tensión geopolítica por la postura del gobierno iraní, supone una amenaza concreta para el consumo en los países desarrollados y para el ritmo de relajación monetaria en los países emergentes.

En cuanto a las realidades económicas, siguen ofreciendo una imagen bien diferenciada en las grandes regiones. En Estados Unidos, los indicadores macroeconómicos sugieren una continuación de la recuperación, impulsada por el consumo doméstico y las exportaciones. Las numerosas empresas con las que nos reunimos confirman su percepción de que se está produciendo una ligera recuperación en el sector de la construcción estadounidense. Sin embargo, la necesidad de desendeudamiento del sector público y de los hogares al otro lado del Atlántico supone una restricción duradera sobre la inversión pública y el consumo, mientras que el ritmo de crecimiento de los resultados de las empresas parece estar alcanzando un punto de inflexión. Por lo tanto, esta pequeña mejora de la economía no permite, por ahora, más que una prudente extrapolación a medio plazo.

En Europa, las perspectivas económicas siguen siendo sombrías. A la presión de un sector bancario aún temeroso (las reservas de capital aparcadas en el Banco Central Europeo han aumentado un 50% en un año), y una moneda que sigue siendo demasiado cara, se añaden las restricciones presupuestarias acumuladas que empiezan a pesar sobre el consumo de todo el conjunto de la zona. La Comisión Europea y el FMI, metiendo a Italia, España o Irlanda en el mismo saco de incapacidad gubernamental crónica en el que con todo merecimiento se encuentra Grecia, siguen recetando a estos

países medidas radicales de austeridad. Ahora bien, antes de que comenzara la crisis, el endeudamiento de los países del sur de Europa tendía a la baja y no sobrepasaba de media el 75% del PIB. España e Irlanda tenían excedentes presupuestarios, e incluso la propia Italia generaba un amplio excedente presupuestario primario. Estos países tienen, por consiguiente, una necesidad urgente de aumentar su grado de competitividad,



Fuente: Paul Krugman

la flexibilidad de su mercado laboral y su crecimiento y no de recortar violentamente el gasto. Incluso en Grecia, cómo no se ve que los sacrificios salariales impuestos —como una bajada del 22% del salario mínimo mensual hasta los 483 euros— no van a producir un ajuste estructural, sino, más bien al contrario, una purga coyuntural que además es insostenible socialmente. El BCE ha evitado la muerte súbita de la zona del euro, pero el ayuno que se impone esta región convaleciente es autodestructivo.

En los países emergentes, la normalización de las condiciones económicas continúa. Ahora que el descenso de la inflación ha comenzado y que el ritmo de crecimiento del crédito se ha ralentizado, la expansión económica que se había acelerado violentamente en 2009-2010 como consecuencia de los planes de reactivación de 2008, a veces excesivos, va a poder recuperar niveles a largo plazo. En la India, el consumo en las zonas rurales, que representa el 55% del total del país, sigue estando impulsado por el aumento del nivel de vida y el apoyo del gobierno central. En Brasil, la gestión de la política económica nos sigue pareciendo muy acertada: el aumento reciente del 14% del salario mínimo, un mercado laboral muy bien orientado y unas inversiones extranjeras que siguen financiando la construcción de infraestructuras dan lugar a un crecimiento predecible que se espera que alcance niveles de entre el 3,5 y el 4% en 2012, a pesar de la reducción del gasto público. En China, los datos estadísticos de principios de año tienen una difícil interpretación debido a la influencia del año nuevo chino, pero si

analizamos las tendencias de parámetros como el nivel del consumo eléctrico, resulta evidente que la ralentización económica, deseada y organizada ordenadamente, está en marcha y se dirige hacia un ritmo de crecimiento del orden de 7,5 al 8% en 2012. La incertidumbre reside también en el ritmo de la relajación monetaria que acompañará a esa ralentización, ya que el gobierno chino ha dado claras muestras de querer controlar totalmente el sector inmobiliario residencial antes de bajar de forma evidente la guardia. La reducción puesta ya en marcha de las tasas de reservas obligatorias de los bancos chinos (-50 puntos básicos en febrero) debería continuar a un ritmo lento, seguido de un descenso de los tipos de referencia.

En un plano más internacional, las perspectivas de crecimiento de los mercados emergentes —más discreta que la de los últimos años, pero sólida y duradera— nos parece, por consiguiente, satisfactoria.

Así, la positiva dinámica entre liquidez, percepción de riesgos y economía real sigue siendo vigorosa hoy en día, pero está expuesta a diversos frenos. Este es el motivo por el que seguimos atentamente su evolución, aunque también acompañamos nuestras elevadas tasas de inversión con una inteligente estructura de cartera: preferencia por empresas estadounidenses y europeas poco sensibles al contexto macroeconómico, por el consumo interno en los países emergentes, por las minas de oro, con una infraponderación del sector bancario europeo y una fuerte diversificación en divisas (favoreciendo claramente al dólar estadounidense).

Nuestra estrategia de inversión tiene por objetivo captar las oportunidades de revalorización que aún hoy ofrecen los mercados, a la vez que mantenemos una gestión muy activa del riesgo.

Didier Saint-Georges

Redactado el 5 de marzo de 2012

// ESTRATEGIA DE INVERSIÓN

● **Divisas :** Una póliza de seguro muy valiosa

Como ya es costumbre desde el comienzo de la crisis, el euro, que sube un 3% frente al dólar desde el principio del año, se ha beneficiado del aumento del optimismo que muestran los mercados. Con esta evolución, el euro sigue pesando sobre la competitividad de los exportadores europeos y, en nuestra opinión, su tendencia al debilitamiento sigue siendo imperativa para que la zona del euro, en conjunto, vuelva a la

senda del crecimiento. Por otro lado, la falta de una solución creíble a corto plazo para la zona del euro hará que se resienta la confianza general en la moneda. Por consiguiente, la considerable exposición de nuestros Fondos al dólar y también a las monedas emergentes sigue siendo una valiosa «póliza de seguro» que mantenemos frente a un deterioro de la situación europea.

● **Renta fija :** Predominio de la deuda corporativa

Hay que destacar que el rebote de los mercados de renta variable en este comienzo de año no se ha traducido en tensiones en los mercados de renta fija. Los tipos de la deuda pública alemana y estadounidense se han movido dentro de una estrecha horquilla y, en los últimos dos meses, no han superado más que muy raramente el nivel del 2%. En este hecho se refleja, por un lado, que el mercado contempla una intervención creíble de los bancos centrales europeo y estadounidense sobre la curva de los tipos y, por otro, una percepción de los riesgos un tanto incierta por parte de los inversores, lo que les lleva a mantener en cartera una parte en valores refugio. En este contexto, es más que nunca la deuda corporativa la que constituye un potente motor de rentabilidad

para nuestros fondos de renta fija, gracias a un estrechamiento lógico de los diferenciales crediticios que ha permitido sobre todo a nuestros Fondos **Carmignac Global Bond**, **Carmignac Sécurité** y **Carmignac Cash Plus** —con rentabilidades del -1,98%, 1,93% y 1,45% respectivamente desde principios de año— batir ampliamente a sus índices de referencia. En nuestros Fondos diversificados **Carmignac Patrimoine**, y **Carmignac Emerging Patrimoine**, que suben un 2,77% y un 7,16% respectivamente durante los dos primeros meses del año, se aplica la misma dinámica, acentuada en el universo emergente por un descenso continuo de los tipos.

● **Renta variable :** Un importante aumento de las tasas de exposición manteniendo el control del riesgo

Nuestro enfoque en los mercados de renta variable ha consistido en aprovechar el rebote provocado por la abundancia de liquidez mediante tasas máximas de exposición, manteniendo a la vez una gestión activa del riesgo (véase el editorial). Esta estrategia ha permitido a **Carmignac Investissement** y a **Carmignac Grande Europe**, que suben un 8,98% y un 9,81% respectivamente, batir a sus indicadores de referencia manteniéndose ampliamente al margen de los valores europeos cíclicos o financieros. Tal comportamiento asimétrico ha resultado, evidentemente, más difícil de poner en marcha en los Fondos especializados, que, no obstante, registran rentabilidades aceptables, aunque ligeramente por debajo de sus indicadores de referencia (**Carmignac Euro-Entrepreneurs** +10,95%,

Carmignac Emergents +13,14%, **Carmignac Emerging Discovery** +10,75%). Destacamos que, una vez más, el Fondo **Carmignac Euro-Patrimoine** ha demostrado su flexibilidad: tras haber conseguido capear el temporal de 2011 y de acabar el año con unas pérdidas del 1,19%, el Fondo gana un 5,21% desde el comienzo del año 2012. Como se indica en el editorial, el rebote de los mercados de renta variable del universo emergente parece sustentarse sobre cimientos económicos bastante más sólidos que los de Europa, por lo que hemos seguido aumentando nuestras posiciones en estos mercados en el conjunto de fondos de renta variable, incluso a través de empresas exportadoras estadounidenses y europeas.

● **Materias primas :** Una evolución aceptable

Lógico repunte el experimentado por esta clase de activos a principios de año, pero sin un efecto multiplicador especial frente a los índices de renta variable. Así, el rebote de los precios de las materias primas es relativamente modesto en un entorno macroeconómico internacional aún incierto (el índice mundial de materias primas sube un 5,61%), aunque el sector de las minas se haya beneficiado del aumento del interés por los activos de riesgo. El sector energético también se ha beneficiado naturalmente de las tensiones sobre el precio del petróleo, por lo que nuestros valores de producción y de servicios petrolíferos se han revalorizado, tanto en los fondos de renta variable internacional

como en los especializados. Por otro lado, el precio del oro ha subido un 9,92% desde principios del año, lo que también ha permitido a las minas de oro registrar una buena evolución. En este contexto, el enfoque de inversión de **Carmignac Commodities**, como el de nuestros fondos de renta variable internacional, se ha centrado en combinar tasas de exposición elevadas con estructuras de cartera prudentes. Este enfoque ha permitido a este fondo especializado anotarse una rentabilidad del 9,76% desde principios del año, hasta situarse un punto por encima de su indicador de referencia.

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

Evolución totalmente satisfactoria de nuestros Fondos de Fondos en este comienzo de año, en el que los tres baten a sus indicadores de referencia con unas subidas respectivas del +4,13%, +6,27% y +8,01% en los fondos **Carmignac Profil Réactif 50**, **75** y **100**. También en este sentido, el equilibrio entre las elevadas tasas de exposición, por un

lado, y un enfoque de inversión muy diversificado, por otro (renta variable, deuda corporativa, Europa, países emergentes), ha sido clave en la consecución de una buena rentabilidad ajustada al riesgo. A esto hay que sumar una adecuada gestión táctica de las monedas, sobre todo del euro, a la vista de su renovada fortaleza a corto plazo.

// RENDIMIENTOS DE LOS FONDOS

	Valor liquidativo	2012	1 año	3 años	5 años
Carmignac Investissement A	8 831,45	8,98%	2,70%	60,38%	38,83%
Carmignac Investissement E	134,49	8,86%	1,96%	55,44%	30,69%
<i>MSCI All Countries World Free (Eur)</i>		7,55%	-0,61%	68,37%	-11,12%
Carmignac Grande Europe A	134,84	9,81%	-3,57%	47,56%	-14,22%
Carmignac Grande Europe E	77,77	9,71%	-4,27%	44,34%	-
<i>DJ Stoxx 600</i>		8,09%	-7,73%	52,86%	-27,59%
Carmignac Euro-Entrepreneurs	180,87	10,95%	-0,57%	62,03%	-10,51%
<i>DJ Stoxx 200 Small</i>		13,21%	-8,27%	85,54%	-21,45%
Carmignac Emergents A	729,02	13,14%	8,74%	107,89%	19,15%
Carmignac Emergents E	112,94	12,94%	-	-	-
<i>MSCI Emerging Markets Free (Eur)</i>		14,31%	0,61%	105,26%	19,03%
Carmignac Emerging Discovery A	1 050,86	10,75%	-1,91%	119,44%	-
<i>50% MSCI EM Mid Cap (Eur) + 50% 50% MSCI EM Small Cap (Eur)</i>		16,57%	-2,31%	129,28%	-
Carmignac Commodities A	353,15	9,76%	-14,89%	102,58%	27,15%
Carmignac Commodities E	109,40	9,40%	-	-	-
<i>Indice CARMIGNAC Commodities (Eur)*</i>		8,74%	-7,73%	-6,29%	-6,29%
Carmignac Patrimoine A	5 369,53	2,77%	4,36%	25,12%	40,97%
Carmignac Patrimoine E	137,56	2,70%	3,85%	22,82%	35,29%
<i>50% MSCI AC World Free (Eur) + 50% Citigroup WGBI (Eur)</i>		2,54%	4,99%	42,41%	18,92%
Carmignac Emerging Patrimoine A	105,12	7,16%	-	-	-
Carmignac Emerging Patrimoine E	104,81	7,01%	-	-	-
<i>50% MSCI EM Free (Eur) + 50% JPM GBI EM (Eur)</i>		10,77%	-	-	-
Carmignac Euro-Patrimoine	291,19	5,21%	7,71%	20,87%	-1,07%
<i>50% DJ Euro Stoxx 50 + 50% Eonia Capitalizado</i>		4,25%	-7,86%	14,31%	-12,89%
Carmignac Market Neutral A	1 038,59	1,49%	-0,33%	-0,45%	3,60%
<i>Eonia Capitalizado</i>		0,07%	0,84%	1,87%	9,82%
Carmignac Profil Reactif 100	162,65	8,01%	-0,21%	42,50%	-4,06%
<i>MSCI All Countries World Free (Eur)</i>		7,55%	-0,61%	68,37%	-11,12%
Carmignac Profil Reactif 75	185,20	6,27%	1,32%	30,44%	3,94%
<i>75% MSCI AC World Free (Eur) + 25% Citigroup WGBI (Eur)</i>		5,04%	2,26%	55,22%	5,11%
Carmignac Profil Reactif 50	160,93	4,13%	3,51%	22,23%	10,45%
<i>50% MSCI AC World Free (Eur) + 50% Citigroup WGBI (Eur)</i>		2,54%	4,99%	42,41%	18,92%
Carmignac Global Bond A	1 045,20	-1,98%	8,08%	-7,36%	-
<i>JP Morgan GGB</i>		-2,79%	10,60%	18,82%	41,31%
Carmignac Securite	1 575,20	1,93%	2,46%	13,52%	22,87%
<i>Euro MTS 1-3 Y</i>		1,63%	2,10%	5,59%	18,08%
Carmignac Cash Plus A	10 688,68	1,45%	2,92%	4,95%	-
<i>Eonia Capitalizado</i>		0,07%	0,84%	1,87%	9,82%

*45% MSCI ACWF Oil and Gas (Eur), 5% MSCI ACWF Energy Equipment (Eur), 40% MSCI ACWF Metal and Mining (Eur), 5% MSCI ACWF Paper and Forest (Eur) and 5% MSCI ACWF Food (Eur).

Fuente: Morningstar a 29/02/2012.

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