



Carmignac *views*

// EDITORIAL

En caso de temporal : controle su velocidad, verifique sus instrumentos y mantenga el rumbo

Como indicábamos en nuestra carta del mes de marzo («Es algo más que simplemente la economía»), los factores de confianza y liquidez han pasado a ser decisivos para la evolución a corto plazo de los mercados. La radicalización de la alternativa política en Grecia, la inútil negación por parte de los dirigentes españoles de la necesidad de un plan de ayuda europeo o la postura electoralista del gobierno francés en busca de una mayoría parlamentaria han hecho que el tono de los mercados dependa en gran medida de las incertidumbres políticas. Al mismo tiempo, la canalización de los flujos hacia los activos refugio – desde ahora Alemania puede financiarse gratuitamente a dos años, el dólar cotiza en su nivel más alto frente al euro desde el verano de 2010 –, el temor ante la fuga de capitales o las demandas de una nueva inyección por parte del BCE ilustran la importancia de los movimientos de la liquidez en la evolución de la crisis. Este contexto, que sería imprudente subestimar dado que no admite remedios fáciles ni rápidos, sigue justificando nuestra estrategia global de inversión: gestión activa de la exposición al riesgo a corto plazo mediante diversas herramientas, y mantenimiento de nuestro afianzamiento en determinadas convicciones económicas a medio plazo, tras una exhaustiva verificación de su solidez.

La amenaza es más fuerte que su ejecución (proverbio ajedrecístico)

Más tarde o más temprano, era inevitable que la rabia creciente expresada en las calles de Atenas acabara por reflejarse también en las urnas (véase nuestra carta de diciembre de 2011 «El final de los tabúes»). Las estimaciones económicas de las consecuencias financieras de una posible salida de Grecia de la zona del euro se multiplican. Pero, evidentemente, no hace falta una habilidad especial para el cálculo para constatar que el nivel de los fondos propios del sistema bancario europeo no está aún preparado para absorber una nueva ola de pérdidas en sus balances. Asimismo, queda claro que la salida de Grecia sería extremadamente dolorosa para ese país, que se desligaría de los mecanismos de financiación

externa mientras que su presupuesto – a pesar de la quita de todas sus cargas por intereses – presentaría todavía un déficit primario por financiar. De ahí las distintas posturas de negociación («no hay ningún peligro») que asustan a los mercados, pero no logran ocultar el hecho de que una salida de Grecia de la zona del euro no le interesa a nadie a corto plazo. Por otro lado, la hipótesis en una situación como esa, de una intervención masiva del BCE en concertación con otros bancos centrales también es justificable, y podría dar un nuevo respiro a los mercados. Pero eso no es lo más grave.

El viento arrecia

Desde finales del mes de marzo, los tipos de interés que exigen los inversores

internacionales para prestar dinero a Italia o España han aumentado rápidamente. España, concretamente, debe pagar ahora un interés similar al que tuvo que asumir antes de la actuación del BCE del pasado diciembre. El reciclaje mediante la compra de deuda pública de la liquidez concedida por el BCE a los bancos sólo ha sido una tregua pasajera. Por el contrario, ha reforzado aún más la funesta relación entre la situación económica de los países y el riesgo bancario. La economía española se hunde, su tasa de desempleo alcanza ya el 25%. Al mismo tiempo, Italia registra ya dos trimestres de crecimiento negativo. Incluso para los países que intentan



CARMIGNAC
GESTION

poner en marcha valientes planes de ajuste presupuestario, esta falta de crecimiento reduce sus probabilidades de éxito y hace que la aceptación social de las medidas sea cada día más difícil. La desconfianza de los mercados en relación con los estados se propaga a los bancos, que temen una evasión más rápida de su base de depósitos. Evidentemente, este es el caso concreto de España, donde el sector bancario, con Bankia a la cabeza, sigue estando considerablemente infracapitalizado. Y es aquí donde reside el mayor desafío, puesto que el total de los depósitos de los bancos italianos y españoles (3 billones de euros) representa 17 veces la suma de los depósitos de los bancos griegos. Esta vez se trata de sumas considerables que harían incontrolable una gran fuga de capitales. Por consiguiente, es imprescindible limitar la percepción del riesgo de liquidez del sistema a corto plazo.

En una situación de interdependencia, uno no obtiene lo que se merece, sino lo que puede negociar

El balance del BCE supone un tercio del PIB de la zona, un peso bastante superior al que tiene el Banco de la Reserva Federal en la economía estadounidense (19%). Mediante las financiaciones automáticas entre los Bancos Centrales nacionales de la zona del euro, el Bundesbank también está ya muy comprometido con la reutilización de sus excedentes a favor de otros Bancos Centrales. Finalmente, Alemania es el principal contribuyente al Fondo de rescate europeo. Por consiguiente, Alemania y el BCE se encuentran ya en una situación muy desagradable al tener que evitar imperativamente el riesgo de un desmembramiento de la zona del euro -cuyo coste sería exorbitante para ellos- y, por lo tanto, tener que garantizar el papel de reiterado benefactor de los países más débiles, lo merezcan o no. Por tanto, es comprensible que ni Alemania ni el BCE se dejen arrastrar fácilmente hacia una rendición unilateral. La emisión de Eurobonos que desde el punto de vista alemán equivaldría a regalar a los países débiles las condiciones de financiación obtenidas por Alemania por méritos propios, se rechazará tanto tiempo como sea posible. Por el contrario, la subida del 4,3% de los salarios concedida al sindicato IG Metall en Alemania para los 3,6 millones de empleados del sector – la mayor subida desde hace veinte años – y la aceptación por parte del ministro de finanzas Wolfgang Schäuble del principio de una inflación que podría ascender hasta el 3% en Alemania, suponen un primer paso. Por lo tanto, se anuncian negociaciones muy duras. Es difícil imaginar que los mercados puedan estar satisfechos por entonces, con más razón

si consideramos que no habrá interlocutor creíble para representar a Grecia y que Francia permanecerá en su postura electoralista.



Mantener el rumbo

En el mejor de los casos, la ejecución de los profundos ajustes presupuestarios y externos necesarios para volver a levantar una economía europea de 12,6 billones de euros llevará bastante tiempo. La «japonización» de Europa, hasta hace poco tan temida, sería al menos una señal de que el edificio no se ha hundido y que la racionalización de los límites de la zona del euro habrá permitido una mayor integración. La «década perdida» de Japón no ha sido una catástrofe para los japoneses. Sin embargo, sí lo ha sido para los inversores en ese país (excepto para los que han sabido elegir las mejores empresas exportadoras, ¡otra lección fundamental que hay que aprender!). Esta observación justifica para el inversor actual, más que nunca, una visión global. Los Estados Unidos gozan desde hace varios trimestres de una especie de «resurgimiento» de su economía. Es verdad que esta tendencia sigue siendo débil y está condicionada por la confianza de los consumidores, por lo que un aumento de la imposición fiscal a partir del 2013 podría erosionarla. Pero si la situación en Europa no se agrava hasta el punto de hacer descarrilar esta dinámica, aún encontramos en Estados Unidos oportunidades de inversión satisfactorias en los sectores de las tecnologías, la energía o los bienes de consumo destinados al universo emergente. Por su parte los países emergentes deben conseguir gestionar con éxito la delicada situación de ralentización de sus economías. Este es especialmente el caso de China, donde las autoridades han conseguido frenar la amenaza inflacionista, pero a costa de una considerable ralentización de las inversiones inmobiliarias a la que se añade a día de hoy el descenso de las exportaciones hacia el mundo desarrollado. Pero las autoridades chinas, mediante intervenciones selectivas (bajada del impuesto a los distribuidores, aceleración de los proyectos de infraestructura, descenso de las reservas obligatorias para los bancos,

ayudas directas para la compra de vehículos en el sector del automóvil, etc.) gestionan eficazmente esta ralentización. En estos tiempos, la evolución de los hábitos de consumo, vinculada con el aumento del nivel de vida de las clases medias, representa más que nunca el núcleo del reajuste de la economía. Por ello, las desgracias de la zona del euro deben verse en perspectiva. Si, a corto plazo, los habituales movimientos de capitales que provoca el aumento de la intolerancia al riesgo pueden ser una fuente de volatilidad, no hay que perder de vista las tendencias más amplias de la economía real. Esto concierne también a las materias primas cuyos precios se resienten debido a la ralentización económica global, pero cuyas restricciones de producción siguen siendo la clave de las perspectivas a medio plazo. Y esto incluye también al oro, última herramienta de gestión del riesgo, que nos protegerá frente a la tendencia de pérdida de valor del papel moneda de las regiones sobreendeudadas.

Nuestra estrategia de inversión, por consiguiente, sigue anclada en las mismas convicciones de gestión que nos han guiado desde el principio de esta crisis: utilizar de forma activa una amplia gama de herramientas de gestión del riesgo de mercado (gestión activa de los niveles de exposición y de sensibilidad a los tipos de interés, sobreponderación de los activos en dólares, dificultades sectoriales muy identificadas), y mantener una estructura de cartera centrada en las zonas temáticas que ofrecen la mejor visibilidad a medio plazo.

Didier Saint-Georges

Redactado el 1º de junio de 2012

// ESTRATEGIA DE INVERSIÓN

Divisas : una variable fundamental en la crisis financiera european

Tras 3 meses de resistencia en una horquilla entre 1,30 y 1,35 frente al dólar, finalmente el euro ha comenzado su descenso. El aumento de los peligros de la zona del euro ha desencadenado, en un mes, un descenso neto del 6,58% frente al dólar y 8,25% frente al yen. La importante exposición de **Carmignac Investissement** y **Carmignac Patrimoine** a estas dos divisas ha contribuido considerablemente a la protección de la rentabilidad de ambos Fondos. La profundidad

de la ralentización económica en Europa, la esperanza de unos tipos de referencia más bajos (las autoridades alemanas se están volviendo más agnósticas en este sentido), el riesgo político griego y la cristalización del riesgo bancario en España justifican nuestra antigua convicción de que el euro continuará debilitándose. Por lo tanto, nuestras carteras conservan un claro sesgo a favor de las divisas fuertes.

Renta fija : las deudas públicas alemana y estadounidense, siguen siendo activos refugio

Frente al deterioro de los tipos de refinanciación de los estados periféricos europeos, las deudas públicas alemana y estadounidense a 10 años han alcanzado en el mes de mayo mínimos históricos de 1,2% y 1,56% respectivamente. Nuestros fondos de renta fija, que, a finales de marzo, vieron aumentada su sensibilidad a la deuda pública (hasta el 5,6, 8,8 y 2,5 para **Carmignac Patrimoine**, **Carmignac Global Bond** y **Carmignac Sécurité** respectivamente) han captado bien esta tendencia. Por el contrario, el mercado de deuda

corporativa a ambos lados del Atlántico ha perdido lógicamente parte del terreno conquistado en el primer trimestre. La deuda corporativa del universo emergente, cuyo peso se ha reforzado a lo largo del mes, ha demostrado una mayor estabilidad y sus superiores rendimientos han contribuido a la buena evolución de **Carmignac Emerging Patrimoine** y **Carmignac Global Bond** (1,38% y 8,48% respectivamente) en el mes de mayo.

Renta variable : una amplia zona de turbulencias en el crecimiento mundial que justifica nuestro prudente posicionamiento

Al final del primer trimestre, los efectos sobre los mercados de renta variable de las inyecciones de liquidez llevadas a cabo por el BCE (LTRO) ya perdían fuerza. La evidencia del déficit de crecimiento en la zona del euro, producida en un primer momento por una España sometida a una fuerte presión financiera (véase el editorial), ha terminado con los efectos de las inyecciones de liquidez: el índice Eurostoxx 50 ha cedido finalmente un 8,2% en mayo. Las incertidumbres respecto a la reactivación de la economía estadounidense y la ralentización china han sido como un jarro de agua fría para el optimismo general, y los mercados emergentes han perdido la mayor parte de la superior

rentabilidad que habían conseguido respecto a los mercados europeos a lo largo del primer trimestre. En este entorno, la estructura defensiva de las carteras de renta variable, centradas en sectores con fuerte visibilidad y poco expuestos, o incluso ausentes, del sector financiero europeo, han contribuido a la buena resistencia a lo largo del mes que termina. Gracias a esta capacidad de reacción, **Carmignac Grande Europe** y **Carmignac Emergents** siguen cerrando con un aumento de la rentabilidad superior al 7% al cabo de estos cinco primeros meses del año.

Materias primas : la revancha tardía de las empresas del sector del oro

El descenso de los precios de la mayoría de las materias primas, que comenzó a finales del mes de marzo, se ha acelerado considerablemente en mayo con la ralentización económica mundial (-15% para el Brent y -14% para el cobre en dólares). El peso de las materias primas industriales ya había sido reducido en las carteras internacionales pero, naturalmente, **Carmignac Commodities** no ha podido escapar a esta tendencia. Afortunadamente, tras varios

meses decepcionantes, las empresas del sector del oro han empezado finalmente a corregir una parte de su infravaloración adjudicándose en dos semanas un 14% en euros. **Carmignac Commodities** limita los estragos pero pierde de todos modos un 9,49% en el mes de mayo.

Fondos de fondos : flexibilidad asegurada

Los Profils Réactifs se benefician de la buena evolución de toda nuestra gestión. Pero su destacable comportamiento también se basa desde principios del año en una asignación activa y oportuna entre las diferentes clases de activos. Gracias al importante refuerzo de

su exposición a los Fondos de renta fija desde principios del año y la reducción de la exposición a temáticas de fuerte beta, especialmente a las materias primas, **Carmignac Profil Réactif 50, 75 y 100** se adjudican este mes un 3,70%, 3,36% y 3,64% respectivamente.

// RENDIMIENTOS DE LOS FONDOS

	Valor liquidativo	2012	1 año	3 años	5 años
Carmignac Investissement A	8 509,97	5,02%	2,04%	22,25%	22,78%
Carmignac Investissement E	129,37	4,72%	1,31%	18,80%	15,55%
<i>MSCI All Countries World Index (Eur)</i>		4,46%	-0,41%	38,28%	-19,23%
Carmignac Grande Europe A	131,48	7,08%	-4,56%	24,87%	-23,93%
Carmignac Grande Europe E	75,66	6,73%	-5,29%	21,97%	-26,50%
<i>Stoxx 600</i>		-1,97%	-14,71%	15,14%	-39,58%
Carmignac Euro-Entrepreneurs	176,19	8,08%	-0,59%	32,21%	-22,21%
<i>Stoxx 200 Small</i>		2,97%	-16,77%	29,71%	-35,16%
Carmignac Emergents A	692,17	7,42%	0,87%	48,90%	-0,69%
Carmignac Emergents E	106,79	6,79%	-	-	-
<i>MSCI Emerging Markets (Eur)</i>		3,83%	-9,78%	34,20%	-2,80%
Carmignac Emerging Discovery A	1 034,93	9,07%	-2,47%	47,33%	-
<i>50% MSCI EM Mid Cap (Eur) + 50% MSCI EM Small Cap (Eur)</i>		7,63%	-12,01%	41,62%	-
Carmignac Commodities A	292,59	-9,06%	-20,85%	27,53%	-11,08%
Carmignac Commodities E	90,26	-9,74%	-	-	-
<i>Indice CARMIGNAC Commodities (Eur)*</i>		-6,25%	-15,78%	19,63%	-13,20%
Carmignac Patrimoine A	5 578,73	6,77%	10,84%	18,80%	42,46%
Carmignac Patrimoine E	142,75	6,57%	10,31%	16,93%	36,72%
<i>50% MSCI AC World Index (Eur) + 50% Citigroup WGBI (Eur)</i>		4,91%	9,47%	37,46%	19,10%
Carmignac Emerging Patrimoine A	106,45	8,51%	5,42%	-	-
Carmignac Emerging Patrimoine E	106,00	8,23%	5,04%	-	-
<i>50% MSCI EM (Eur) + 50% JPM GBI EM (Eur)</i>		5,11%	-0,52%	-	-
Carmignac Euro-Patrimoine	299,31	8,14%	9,38%	21,77%	0,70%
<i>50% Euro Stoxx 50 + 50% Eonia Capitalizado</i>		-4,19%	-13,15%	-5,23%	-24,23%
Carmignac Market Neutral A	1 034,48	1,09%	0,10%	0,46%	2,58%
<i>Eonia Capitalizado</i>		0,15%	0,70%	1,73%	8,86%
Carmignac Profil Reactif 100	167,10	10,96%	10,36%	27,80%	-8,47%
<i>MSCI All Countries World Index (Eur)</i>		4,46%	-0,41%	38,28%	-19,23%
Carmignac Profil Reactif 75	191,85	10,08%	11,20%	22,49%	2,27%
<i>75% MSCI AC World Index (Eur) + 25% Citigroup WGBI (Eur)</i>		4,68%	4,50%	38,20%	0,23%
Carmignac Profil Reactif 50	168,03	8,73%	12,87%	19,57%	12,24%
<i>50% MSCI AC World Index (Eur) + 50% Citigroup WGBI (Eur)</i>		4,91%	9,47%	37,46%	19,10%
Carmignac Global Bond A	1 172,46	9,96%	23,52%	17,25%	-
<i>JP Morgan GGB</i>		5,58%	20,91%	36,66%	-
Carmignac Securite	1 588,56	2,79%	2,80%	10,56%	24,15%
<i>Euro MTS 1-3 Y</i>		1,06%	1,63%	3,95%	17,38%
Carmignac Cash Plus A	10 772,42	2,24%	3,09%	5,83%	-
<i>Eonia Capitalizado</i>		0,15%	0,70%	1,73%	-

*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 31/05/2012.

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