

// EDITORIAL

~~Business Crisis as usual~~

Entre las crisis y las cumbres (¡19 ya a día de hoy!), el entorno financiero y económico de la zona del euro no ha dejado de deteriorarse y la situación ha empeorado aún más a lo largo de las últimas semanas. A partir de ahora es además crítica, ya que supone una amenaza sistémica para la economía mundial. Asimismo, a lo largo de los últimos meses, la economía estadounidense ha dado claras muestras de agotamiento. Y las economías emergentes continúan desacelerándose. En este contexto y más allá de una estructura de cartera basada en nuestras convicciones a largo plazo, la vigilancia activa del riesgo ha sido de nuevo la piedra angular de nuestra gestión. Ello nos ha permitido obtener rentabilidades que, desde principios de año, son más que aceptables en comparación con el conjunto de fondos. Dada la situación europea, y especialmente la fragilidad del sistema bancario, persistirá el riesgo financiero. La cuestión central que surge a día de hoy es la evaluación del riesgo de contagio económico de la recesión europea al resto del mundo, con Estados Unidos y China a la cabeza.

No nos engañemos: aunque determinados países de la zona del euro se encuentran ya en una recesión realmente severa, lo peor está aún por llegar para el conjunto de la zona del euro. Consideramos inevitable la revisión a la baja del crecimiento en Francia y en Alemania. Estas revisiones ya se han reflejado en las previsiones de 2013, pero no para el año en curso. ¿Deberíamos seguir esperando milagros de cada cumbre de dirigentes de la zona del euro? Sería legítimo dudarlo, teniendo en cuenta la fragilidad de la cohesión política entre nuestros dirigentes (véase la fascinante foto de la conferencia de prensa de la minicumbre celebrada en Roma y publicada en portada por el Financial Times el sábado 23 de junio). Siguen siendo profundas las divergencias entre los partidarios de una evolución rápida hacia un federalismo europeo y aquellos que defienden el mantenimiento intacto y pleno de su soberanía nacional, a la



© Le Monde.fr - 30/06/2012.

vez que reclaman una mayor solidaridad entre los estados y una «mutualización» de la deuda pública.

¿Hay que alemanizar Europa o europeizar Alemania? ¿Tenemos que alabar la austeridad fiscal, promover las reformas que permitirán a nuestras sociedades adaptarse a un mundo en continua transformación, o debemos, por el contrario, perpetuar la promesa ilusoria

de un estado de providencia, protector en cualquier circunstancia, intervencionista y sin discernimiento real en materia económica? Un dato, por sí solo, ilustra estas divergencias. En los últimos 10 años, los costes laborales unitarios han crecido un 7% en Alemania. En el mismo periodo, han escalado en Francia e Italia un 30%, en España un 35% y en Grecia un 42%. Restaurar o, más bien, construir una Unión Económica parece un objetivo muy lejano.

A corto plazo, y a pesar del anuncio de las nuevas medidas que pretenden permitir la recapitalización (y por tanto la nacionalización) directa de los bancos y disminuir los costes de refinanciación de los estados en dificultades, deberán cristalizarse aún fases de tensiones

financieras, lo que supondrá un aumento de la intolerancia al riesgo. Al mismo tiempo, y a pesar del descenso de los tipos que el BCE podría anunciar a principios de julio, la degradación de la situación económica se va a confirmar y tendrá como corolario las revisiones a la baja de las previsiones de crecimiento de los beneficios de las empresas. A más largo plazo, la continuación del descenso del euro podría compensar en parte la debilidad de la demanda, especialmente para las empresas exportadoras en las que nuestros fondos de renta variable europea han puesto acertadamente el acento desde principios de año. A pesar de todo, estos factores invitan a la prudencia y a la vigilancia. En este sentido, nuestros fondos de renta variable internacional mantienen una exposición muy limitada tanto a la zona del euro como a la moneda única.

Si bien ya no cabe duda alguna de la posibilidad de contagio de las tensiones financieras al resto de mercados internacionales, aún debe plantearse la cuestión del riesgo de contagio de la recesión europea a la economía estadounidense. Al otro lado del Atlántico, los datos estadísticos han experimentado una clara inflexión a lo largo de la primavera. Mientras que a principios del año el índice de sorpresa macroeconómica era bastante positivo, en estos últimos meses ha variado claramente. Se observa una disminución de la creación de empleo y una inflexión de los indicadores adelantados de la economía, a pesar de la estabilización del sector inmobiliario. Aunque los comunicados de la Reserva Federal y del Sr. Bernanke reflejan la inquietud creciente ante la degradación de la situación económica europea, sería prematuro concluir que la economía estadounidense pierde velocidad a causa de Europa. En realidad, las cosas no son tan dramáticas. Las cifras actuales siguen siendo compatibles con un crecimiento económico de alrededor del 2%, lo que en el contexto actual no está tan mal. Es más posible que la inflexión sea resultado de dos factores: por una parte la escasa evolución de los ingresos reales que ya habíamos identificado a finales de marzo como elemento susceptible de frenar el consumo; y por otra, el inmovilismo por parte de las empresas en lo relativo a las inversiones y la contratación en un contexto fiscal incierto (el famoso «precipicio presupuestario» que amenaza a empresas y hogares con una subida que sería funesta para la economía).

En relación con todos estos puntos, nos gustaría transmitir una nota más esperanzadora. En primer lugar, el Sr.

Bernanke permanece vigilante. Ya ha retrasado un año (hasta finales de 2015) la perspectiva de un aumento de los tipos de referencia. Además, ha mantenido activa su operación «twist» y reconoce estar dispuesto a tomar las medidas adecuadas si la tendencia económica lo justificara. Lo que significa que una tercera ronda de relajación cuantitativa (QE) ya está lista. En lo relativo a la fragilidad del crecimiento de los ingresos, destacamos tan solo que la cotización del petróleo acaba de perder un 25% en unas pocas semanas, lo que se traducirá dentro de unos meses en una menor erosión del poder adquisitivo de los hogares. Finalmente, en lo que respecta al posible fin de las exenciones fiscales de la era Bush, apostamos por que tanto republicanos como demócratas sabrán aplazar su vencimiento a tiempo. Si hay un país que puede permitirse posponer («kick the can») la reparación de sus finanzas públicas, es Estados Unidos. En cuanto a las inversiones, este escenario se traduce por una prudencia a corto plazo, justificada por un aumento de los beneficios que se espera sea moderado y por las posibles sorpresas negativas que puedan surgir durante el periodo de presentación de resultados que va a comenzar. Por el contrario, y siempre que Europa no lo estropee, el mercado debería sostenerse gracias a unas valoraciones razonables y una liquidez que va a seguir siendo abundante en un contexto de crecimiento mundial moderado.

El universo de países emergentes contribuye también a esta moderación del crecimiento mundial. No olvidemos que fue un crecimiento demasiado rápido lo que provocó que la mayoría de estos países sufrieran tensiones inflacionistas que hubo que controlar. A día de hoy la situación tiene dos caras. Brasil e India, por diferentes motivos, son países que tratamos con prudencia. El primero ha sufrido un exceso de crecimiento del crédito y debe hacer frente a una minicrisis de las hipotecas de alto riesgo (no obstante, sin comparación con su hermano mayor estadounidense), al tiempo que se retrasan las reformas en la agenda de Dilma Rousseff. Sin embargo, aún se cuenta con un amplio margen de maniobra en términos de política monetaria, lo que debería permitir la continuación de la corrección del real, que sigue estando sobrevalorado. En cuanto al segundo país, la incapacidad de llevar a cabo las reformas necesarias, una inflación persistente y un mal comienzo de la estación monzónica son factores que nos invitan a seguir siendo prudentes a corto plazo.

En lo que respecta a China, la ralentización es evidente pero creemos que está controlada.

Las aguas del sector inmobiliario vuelven a su cauce: se ha instaurado una ayuda directa para la compra de automóviles en las zonas rurales y se han tomado un conjunto de medidas selectivas, más allá del descenso de tipos que ha tenido lugar durante este mes. Los datos económicos publicados recientemente confirman una mejora secundaria del ritmo de actividad que, este año, debería estabilizarse en alrededor del 8% y, sin duda, algo menos el año próximo. Este entorno ha puesto nerviosos a los inversores, quizá exageradamente, si tenemos en cuenta que, en esta ralentización estructural de la economía china, el gobierno sigue controlando la situación y, además, el país tiene el margen de maniobra más amplio del mundo. Especialmente, y a pesar de la fase actual de transición política, el ritmo de las reformas, sobre todo en el sector financiero, parece acelerarse ya.

Acorto plazo, es difícil estar satisfecho con la Cartera de inversión, independientemente de la asignación de la misma. La superior rentabilidad de los mercados emergentes frente a los desarrollados no está tan clara, si tenemos en cuenta el contagio de las tensiones financieras europeas al resto del mundo; las materias primas han bajado pero las empresas mineras siguen invirtiendo; los sectores más defensivos parecen estar fuertemente valorados pero las empresas de los sectores más cíclicos están experimentando un descenso de sus volúmenes de pedidos. La visión a largo plazo queda clara y es favorable al crecimiento y a la mejora del nivel de vida en los países emergentes. Por lo tanto seguimos necesitando mantener nuestra asignación en línea con esta visión a medio plazo y, al mismo tiempo, gestionar los riesgos a corto plazo. Dios me libre de prometerles un verano sin crisis, pero les aseguro que permaneceremos al pie del cañón para proteger sus activos.

Eric Le Coz

Redactado el 30 de junio de 2012

// ESTRATEGIA DE INVERSIÓN

● **Divisas**: la moneda única debe bajar aún más

Tras un mes de mayo durante el cual el euro cayó debido a la degradada realidad del entorno económico y financiero de la zona del euro, el mes de junio ha visto cómo la moneda única recuperaba fuerzas, sobre todo después de la cumbre europea de finales del periodo. Seguimos pensando que el euro es aún vulnerable. Por un lado, debido a la persistencia y el agravamiento de la situación económica europea y, por otro, porque en los períodos de tensiones financieras en la zona del euro, el yen y el yuan asumen el papel de activos refugio y de instrumentos de gestión del riesgo para nuestros fondos. Por consiguiente, en los fondos

Carmignac Investissement, Carmignac Patrimoine y Carmignac Global Bond hemos mantenido importantes exposiciones al dólar, y en menor medida, al yen.

Por otro lado, la moderación del crecimiento mundial hace vulnerables a los países emergentes y, en consecuencia, a sus monedas. En este sentido, hemos decidido cubrir parcialmente las exposiciones a las divisas más vulnerables tales como el rublo, el peso mexicano y el real brasileño de nuestros fondos **Carmignac Emerging Patrimoine** y **Carmignac Emergents**.

● **Renta fija**: mantenemos la prudencia en la zona del euro

La deuda pública alemana, tras haber ejercido como refugio predilecto de los inversores de renta fija en un contexto europeo difícil, ha sufrido debido a la incertidumbre respecto a la posible mutualización de las deudas públicas europeas o al hecho de que Alemania tenga que intensificar su ayuda a las economías periféricas. Así, a principios de mes hemos neutralizado la exposición al bono alemán mediante la correspondiente venta de futuros. Y ha sido todo un acierto, puesto que a lo largo del mes, el bono alemán a 10 años ha evolucionado desde

un 1,20% al 1,58%, mientras que el estadounidense, al que hemos conservado la exposición, permanece estable en el 1,56%.

En las próximas semanas, mantendremos la prudencia en Europa y seguiremos alejados de cualquier deuda pública que no sea de Alemania o Estados Unidos. A finales del periodo, la sensibilidad de los Fondos **Carmignac Patrimoine, Carmignac Emerging Patrimoine, Carmignac Global Bond** y **Carmignac Sécurité** alcanzan el 4,5, 6,3, 5,5 y 1,4 respectivamente.

● **Renta variable**: ¡Atención a las revisiones de los analistas!

Los mercados mundiales se han recuperado a lo largo del mes de junio y han acabado el periodo con unas ganancias de cerca del 4% en los últimos días del mes. Por las razones expuestas en el editorial de esta carta, nuestro muy prudente posicionamiento no nos ha permitido beneficiarnos de este repentino aumento del optimismo. Más allá del descenso (¿temporal?) de la intolerancia al riesgo, la ralentización simultánea de la economía mundial se va a traducir en la revisión a la baja de las previsiones de crecimiento de los beneficios. Aunque podamos pensar razonablemente que parte de estas revisiones bajistas

ya están reflejadas en las cotizaciones, estamos esperando el comienzo de la fase de presentación de resultados trimestrales para revisar nuestro posicionamiento.

En un contexto que sigue siendo incierto y frágil, nos sigue pareciendo adecuado apostar por los fondos mixtos de la gama Patrimoine. Desde el comienzo del año, la rentabilidad de los tres fondos de esta gama, **Carmignac Emerging Patrimoine, Carmignac Patrimoine** y **Carmignac Euro-Patrimoine**, se sitúa en 8,6%, 3,8% y 6,4% respectivamente.

● **Materias primas**: la caída a corto plazo oculta la tendencia a largo plazo

La continuación de una producción superior a las cuotas establecidas por parte de los miembros de la OPEP y la importante revisión a la baja de las previsiones de crecimiento de la demanda por parte de la Agencia Internacional de la Energía han sido las causas de una bajada del 25% del precio del petróleo en un solo mes. Esta caída ha arrastrado a todo el sector, sobre todo las medianas capitalizaciones y los servicios petrolíferos.

La caída del precio de la energía debería, por el contrario, beneficiar a los productores de metales, y de oro concretamente, que nos tenían preocupados debido al aumento de los costes de producción. La rentabilidad superior del sector se ha confirmado en junio y algunas

operaciones de adquisición corroboran el atractivo de las valoraciones. El sector de los metales sigue siendo frágil en vista de los datos estadísticos chinos. En cualquier caso, es la perspectiva de mercado a corto plazo la que nos parece excesivamente pesimista, si tenemos en cuenta el impulso que el gobierno chino pretende dar a importantes proyectos de infraestructura. Además, Rio ha reiterado su visión optimista a largo plazo al confirmar un costoso proyecto de desarrollo de su producción del mineral de hierro en el oeste australiano.

● **Fondos de fondos**: ¿Se puede ser demasiado prudente en el contexto actual?

El último día del mes, la rentabilidad de los fondos de fondos sufrió debido al sobresalto de los mercados, a pesar de que habíamos mantenido un posicionamiento defensivo antes de la decimonovena cumbre europea que ha tenido lugar desde el principio de la crisis. ¿Ha cambiado realmente la situación desde esa cumbre? En el momento en que escribimos esta carta, es demasiado pronto para saberlo, pero

realmente no parece seguro. En un contexto de ralentización mundial, la situación económica (y no solo financiera) de la zona del euro va a seguir siendo preocupante durante todo el verano. La ventaja de nuestros fondos frente a sus índices sigue siendo aceptable y preferimos, por ahora, pecar de exceso de prudencia que de un optimismo ingenuo.

// RENDIMIENTOS DE LOS FONDOS

| | Valor liquidativo | 2012 | 1 año | 3 años | 5 años |
|---|-------------------|----------------|----------------|---------------|----------------|
| Carmignac Investissement A EUR/acc | 8 279,45 | 2,17% | 0,41% | 23,73% | 17,63% |
| Carmignac Investissement E EUR/acc | 125,75 | 1,79% | -0,33% | 20,83% | 10,69% |
| <i>MSCI All Countries World Index (Eur)</i> | | 6,60% | 4,32% | 40,86% | -16,92% |
| Carmignac Grande Europe A EUR/acc | 134,63 | 9,64% | 0,92% | 28,93% | -21,83% |
| Carmignac Grande Europe E EUR/acc | 77,41 | 9,20% | 0,13% | 25,91% | -24,50% |
| <i>Stoxx 600</i> | | 2,71% | -7,95% | 22,03% | -36,20% |
| Carmignac Euro-Entrepreneurs A EUR/acc | 177,95 | 9,16% | 3,33% | 35,89% | -20,24% |
| <i>Stoxx 200 Small</i> | | 6,18% | -11,13% | 35,99% | -30,92% |
| Carmignac Emergents A EUR/acc | 695,56 | 7,95% | 2,06% | 52,46% | -3,41% |
| Carmignac Emergents E EUR/acc | 107,21 | 7,21% | - | - | - |
| <i>MSCI Emerging Markets (Eur)</i> | | 4,63% | -6,57% | 36,09% | -5,86% |
| Carmignac Emerging Discovery A EUR/acc | 1 021,91 | 7,70% | -0,51% | 44,02% | - |
| <i>50% MSCI EM Mid Cap (Eur) + 50% MSCI EM Small Cap (Eur)</i> | | 7,67% | -9,41% | 40,92% | - |
| Carmignac Commodities A EUR/acc | 281,21 | -12,60% | -20,23% | 29,75% | -15,38% |
| Carmignac Commodities E EUR/acc | 86,70 | -13,30% | - | - | - |
| <i>Indice CARMIGNAC Commodities (Eur)*</i> | | -4,60% | -11,53% | 26,55% | -14,13% |
| Carmignac Patrimoine A EUR/acc | 5 425,72 | 3,85% | 8,03% | 17,14% | 38,20% |
| Carmignac Patrimoine E EUR/acc | 138,76 | 3,59% | 7,49% | 15,37% | 32,58% |
| <i>50% MSCI AC World Index (Eur) + 50% Citigroup WGBI (Eur)</i> | | 4,66% | 11,00% | 36,34% | 19,86% |
| Carmignac Emerging Patrimoine A EUR/acc | 106,80 | 8,87% | 6,92% | - | - |
| Carmignac Emerging Patrimoine E EUR/acc | 106,27 | 8,51% | 6,54% | - | - |
| <i>50% MSCI EM (Eur) + 50% JPM GBI EM (Eur)</i> | | 7,04% | 2,87% | - | - |
| Carmignac Euro-Patrimoine A EUR/acc | 294,50 | 6,41% | 9,59% | 22,43% | 2,15% |
| <i>50% Stoxx 50 + 50% Eonia Capitalizado</i> | | -1,03% | -10,12% | -1,14% | -21,64% |
| Carmignac Market Neutral A EUR/acc | 1 010,90 | -1,22% | -0,72% | -1,05% | -0,24% |
| <i>Eonia Capitalizado</i> | | 0,18% | 0,63% | 1,69% | 8,55% |
| Carmignac Profil Reactif 100 A EUR/acc | 164,46 | 9,21% | 9,68% | 28,70% | -10,06% |
| <i>MSCI All Countries World Index (Eur)</i> | | 6,60% | 4,32% | 40,86% | -16,92% |
| Carmignac Profil Reactif 75 A EUR/acc | 188,76 | 8,31% | 10,52% | 23,07% | 0,60% |
| <i>75% MSCI AC World Index (Eur) + 25% Citigroup WGBI (Eur)</i> | | 5,63% | 7,70% | 38,92% | 1,98% |
| Carmignac Profil Reactif 50 A EUR/acc | 164,43 | 6,40% | 11,14% | 18,41% | 10,06% |
| <i>50% MSCI AC World Index (Eur) + 50% Citigroup WGBI (Eur)</i> | | 4,66% | 11,00% | 36,34% | 19,86% |
| Carmignac Global Bond A EUR/acc | 1 148,40 | 7,70% | 23,02% | 17,07% | - |
| <i>JP Morgan GGB</i> | | 2,70% | 18,38% | 31,59% | - |
| Carmignac Securite A EUR/acc | 1 586,29 | 2,64% | 2,73% | 9,63% | 23,96% |
| <i>Euro MTS 1-3 Y</i> | | 1,32% | 1,84% | 3,93% | 17,46% |
| Carmignac Cash Plus A EUR/acc | 10 773,28 | 2,25% | 2,92% | 5,96% | - |
| <i>Eonia Capitalizado</i> | | 0,18% | 0,63% | 1,69% | - |

*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 29/06/2012.

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 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 Gestión, 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 Gestión Luxembourg, filial de Carmignac Gestión SA, Sociedad Anónima con un capital de 3 000 000 euros - Número de registro mercantil (R.C.) Luxemburgo B 67 549