



POR **DIDIER SAINT-GEORGES**

Miembro del comité de inversiones

En un primer análisis, las cosas parecen bastante simples. Los países desarrollados están en proceso de mejoría, en especial Europa: accesible, cercana, un continente que se ha despojado de los riesgos sistémicos y está extirpándose la recesión. Al mismo tiempo, los riesgos se van amontonando en el mundo emergente, de Argentina a China, de Venezuela a Ucrania. Mientras tanto, los avances de la llamada «Abenomía» en Japón están perdiendo fuelle. Visto lo visto, ¿qué necesidad hay de asumir más riesgos invirtiendo a escala mundial? Más vale concentrar las inversiones en una Europa menos volátil, más cercana a nosotros.

«LAS GRANDES ECONOMÍAS DEL MUNDO SE HALLAN HOY POR HOY EN ETAPAS MUY DIFERENTES DE SU CICLO ECONÓMICO.»

Tal razonamiento de consenso parece dictado por el sentido común. Pero la cuestión de los consensos es que muy a menudo si logran imponerse durante algún tiempo es única y exclusivamente porque obedecen a los deseos de la mayoría. Ahora bien, ceder a la tentación de considerar cierto aquello que anhelamos, aunque indudablemente puede resultar confortante, es poco recomendable. La realidad, compleja como es, se empeña en burlar los consensos simplificadores. A nuestro

parecer, sería ilusorio creer que podemos prescindir de un enfoque global de esta complejidad. La interdependencia de los mercados financieros, la desincronización de las grandes economías, hacen más necesaria que nunca una diversificación geográfica cabal, una gestión multiactivo y una atención especial a la gestión del riesgo.

Las injerencias sin precedentes en los mercados financieros de la Fed, el BCE, el Banco de Inglaterra, y ahora también del Banco de Japón, así como de la mayoría de los bancos centrales de los países emergentes, han trastocado de lleno el ciclo económico de todos los países. La salida de una crisis de deuda nunca es sencilla, pero la que ha emprendido la mayoría de los países del mundo es, hoy por hoy, de una especial complejidad. Las grandes economías del mundo —en parte porque se han visto afectadas por la crisis de forma sucesiva, pero también porque sus políticas monetarias han sido más o menos contundentes— se hallan hoy por hoy en etapas muy diferentes de su ciclo económico. Así, Estados Unidos se ha adentrado ya en la fase de aceleración del ciclo, mientras que la zona del euro apenas se encuentra en la fase de estabilización. China anda ya por la fase de ralentización, mientras que México sigue muy de cerca el ciclo estadounidense y la India se encuentra a punto de volver a despegar. Esta complejidad suele ser malentendida por los observadores, que únicamente

Recordatorio: la Tierra es plana

ven una zona desarrollada en ciernes de recuperación y un universo emergente homogéneo en fase de ralentización.

La interacción entre dichas economías en un mundo globalizado redundará en una complejidad aún mayor. Así, el hecho de



© Morgan Stanley Research, Enero 2014

que la Fed se vea en la necesidad de empezar a guardar el arsenal monetario a medida que la economía estadounidense se va recuperando, acarrea efectos muy notables en muchos países. La menor afluencia de liquidez mundial supone que ésta se muestre más selectiva a la hora de escoger dónde invertirse. A algunos países con déficit por cuenta corriente no les queda más remedio que subir los tipos de interés para evitar que se produzca una fuga excesiva de sus respectivas monedas. Sin embargo, este endurecimiento «obligado» de la política monetaria afecta por definición a las economías más vulnerables, que, de este modo, corren



el riesgo de ver cómo su despegue tarda aún más en llegar. Es el caso de Turquía, Sudáfrica e incluso el de Brasil.

Hay otros países que, con el reflujó de liquidez mundial, también sufren una debilitación de sus monedas, aunque más por «contagio» que por desconfianza. Es el caso de México, e incluso el de la India. Dichos países muestran unos fundamentales económicos sólidos o por lo menos halagüeños. Por ende, la caída de sus divisas, siempre que permanezca contenida, constituye más una fuente de fomento de su competitividad que una maldición.

«NINGÚN MERCADO PUEDE PRESUMIR DE HALLARSE A SALVO DE LOS EFECTOS DE LA COMPLEJIDAD GLOBAL.»

En contrapartida, estas devaluaciones monetarias son un veneno para la zona del euro. El euro cotiza cerca de 1,38 dólares al cambio, y lo pernicioso de un precio tan caro se deja ya notar en el crecimiento de la zona, en las estimaciones de beneficios empresariales, que han sufrido un retroceso ostensible, y suma sus efectos recesivos a la escasez de crédito bancario, en especial en el sur de Europa. El debilitamiento del yen también contribuye a dichas presiones deflacionistas: en los 6 últimos meses, la inflación ha registrado un ritmo anualizado del -0,81 % en la zona del euro y del -3 % en España, lo que plantea de nuevo la cuestión de la trayectoria de las ratios de endeudamiento público. Pronto podría volver a resultar necesaria una intervención de Mario Draghi, alias «salvador en serie». Por último, hay que añadir las posibles consecuencias económicas de la intervención de Moscú en Ucrania, a sabiendas de que la Unión Europea es, de lejos, el primer socio comercial de Rusia.

El caso de China es bastante diferente. Su economía se encuentra ya en fase de ralentización y, a la vez, tiene de preocuparse de paliar los múltiples desequilibrios nacidos de su reacción a las crisis de 2008 (burbuja crediticia, sistema bancario en la sombra). Se trata de un reto considerable que entraña

el riesgo de lastrar aún más si cabe su ritmo de crecimiento. Por el contrario, la ingente liquidez de la que dispone la economía china, tanto en el balance de la banca comercial como en las reservas de su banco central, hacen que este país resulte mucho menos vulnerable que otros a la contracción de la liquidez mundial (máxime habida cuenta de que los mercados de capitales chinos permanecen cerrados en gran medida). Simultáneamente, China ha emprendido reformas estructurales de hondo calado.

Por su parte, Japón recorre otra trayectoria radicalmente divergente: su economía trata de sacudirse 20 años de presiones deflacionistas a través de una política monetaria y fiscal de mucha valentía. El éxito o el fracaso de dicha política recaerá por completo sobre los hombros de las autoridades japonesas y a los mercados no les faltarán motivos para vivir rachas de escepticismo, habida cuenta de la magnitud de la labor que queda por delante.

Así pues, las situaciones son muy dispares y guardan una elevada interdependencia. Ningún mercado puede presumir de hallarse a salvo de los efectos de la complejidad global. Una complejidad que se ve alimentada tanto por los avatares de la meteorología como por los de la geopolítica, a lo largo y ancho del mundo. Por tanto, hay que tomarse con mucha cautela cualquier presunto dato objetivo. Ahora bien, es hora de cotejar

los datos (¿se sustentan las valoraciones en hipótesis de crecimiento realistas? ¿Están tomando en cuenta los tipos de descuento la inversión de la tendencia en los mercados de renta fija? ¿Acaso no reflejan determinadas apuestas de los inversores un grado de confianza y hasta de complacencia excesivo?), y de no poner todos los huevos en la misma cesta. También es momento de no perder de vista la importancia de las tendencias largoplacistas, así como a las empresas capaces de aprovecharlas (en China, por ejemplo, el tratamiento de la cuestión de la contaminación del aire y del ingente aumento salarial; en Estados Unidos, la monetización del Internet móvil o la producción de la energía a bajo coste, etc.). Para terminar, es hora de tener bien a mano una buena caja de herramientas de gestión del riesgo, también en renta fija. La gestión global exige muchos esfuerzos y jamás ha sido un camino de rosas, dado que periódicamente vive épocas en que, frente al poder seductor de estrategias más simples, tiene que recordar su razón de ser, que no es otra que valerse de la propia complejidad de los mercados para lograr la mayor rentabilidad ajustada al riesgo a largo plazo.

Redactado el viernes, 4 de Marzo de 2014



ESTRATEGIA DE INVERSIÓN



DIVISAS

La aceleración de la caída del yen a finales de 2013 nos empujó a recoger beneficios sobre nuestras posiciones vendedoras a principios de este año. No obstante, seguimos infraponderados con respecto a nuestro índice de referencia, ya que la tendencia subyacente de la moneda nipona sigue orientada a la baja. Nuestra asignación global a divisas mantiene una preferencia por el dólar estadounidense, con una exposición casi intacta desde principios de año. Así, nuestra exposición se situaba a finales del mes de febrero en el 67 % en Carmignac Patrimoine y en el 87 % en Carmignac Investissement. Esta posición refleja al mismo tiempo nuestra convicción sobre el diferencial de crecimiento y de los tipos a favor de Estados Unidos, y nuestro uso del dólar como herramienta de gestión del riesgo en el marco de nuestra estrategia global.



RENTA FIJA

La volatilidad de los bonos estadounidenses a 10 años se mantuvo alta a principios de año. Durante el mes de febrero, su rentabilidad se mantuvo estable en términos generales, aunque con la sucesión de fases alcistas y bajistas. En este contexto, nuestra gestión de la renta fija tenía como objetivo controlar esa volatilidad mediante posiciones con opciones que permiten proteger las carteras en caso de repunte de los tipos, limitando al mismo tiempo el coste de esta cobertura en caso de bajada de los mismos. Además de una sensibilidad negativa sobre los tipos estadounidenses, conservamos nuestras posiciones clave sobre la deuda pública del sur de Europa (principalmente España e Italia) y sobre los bonos corporativos de alto rendimiento. Asimismo, empezamos a introducir algunas posiciones sobre los bonos convertibles contingentes (CoCos) emitidos por bancos de los países más

seguros, como es el caso de Suiza y del Reino Unido. A fin de mes, la sensibilidad general de Carmignac Patrimoine se sitúa en -1,8 debido a su sensibilidad negativa a los tipos estadounidenses. Las sensibilidades de Carmignac Emerging Patrimoine, Carmignac Global Bond, Carmignac Sécurité y Carmignac Capital Plus también se mantuvieron prudentes, en +3,4, +0,7, +1,6 y +1,5, respectivamente.



RENTA VARIABLE

Los mercados de renta variable experimentaron un repunte de más del 4% en febrero tras la corrección registrada a finales del mes de enero. Sin embargo, este repunte generalizado esconde las importantes divergencias entre países, sectores y valores. En este contexto, nuestra asignación tiene como objetivo gestionar el riesgo de nuestros fondos internacionales a través de una gran diversificación de nuestras temáticas de inversión, tomando drásticas decisiones en nuestra selección de países, sectores o valores. Entre los títulos que registraron las mejores rentabilidades en febrero, esta estrategia nos benefició con empresas de Internet como Facebook, Google y Baidu, valores expuestos a la revolución energética estadounidense como Lyondellbasell, compañías con exposición al consumo en China, como Wynn Macau y Yum Brands, además de una empresa india de bienes de equipo, Larsen & Toubro.



MATERIAS PRIMAS

Carmignac Commodities registró una sólida rentabilidad positiva durante el mes. El Fondo se benefició plenamente de su exposición al sector energético con las buenas evoluciones registradas en febrero por nuestras posiciones vinculadas a la revolución energé-

tica estadounidense, como EOG Resources y Continental Resources en el sector de la exploración y producción, o Lyondellbasell en el sector químico.



FONDOS DE FONDOS

Nuestros Fondos de Fondos registraron una rentabilidad positiva durante el mes. A principios de mes, reforzamos nuestra exposición en la gama de fondos internacionales (especialmente Carmignac Patrimoine y Carmignac Global Bond), aumentando así la diversificación de nuestra asignación. Este aumento de la diversificación, junto con una reducción táctica de nuestra exposición a la renta variable, nos permitieron reducir el riesgo en nuestros Fondos de Fondos. Así, nuestra exposición a la renta variable se situó en el 89 %, el 64 % y el 42 % para los fondos Carmignac Profil Réactif 100, 75 y 50, respectivamente.



RENTABILIDADES DE LOS FONDOS

	Valor liquidativo	2014	1 año	3 años	5 años
Carmignac Investissement A EUR acc	975,58	-3,26%	7,44%	13,46%	77,17%
<i>MSCI AC World NR (Eur)</i>	-	0,40%	11,85%	21,77%	106,29%
Carmignac Portfolio Grande Europe A EUR acc	161,51	2,77%	6,33%	15,50%	76,75%
<i>Stoxx 600 NR (Eur)</i>	-	3,26%	19,94%	21,77%	101,73%
Carmignac Euro-Entrepreneurs A EUR acc	248,86	4,29%	16,70%	36,81%	122,93%
<i>Stoxx 200 Small NR NR (Eur)</i>	-	6,81%	27,65%	31,76%	166,50%
Carmignac Emergents A EUR acc	674,51	-4,88%	-11,92%	0,61%	92,34%
<i>MSCI Emerging Markets NR (Eur)</i>	-	-3,62%	-11,03%	-	-
Carmignac Portfolio Emerging Discovery A EUR acc	1 049,34	-2,41%	-8,77%	-2,05%	119,12%
<i>50% MSCI EM SmallCaps NR (Eur) + 50% MSCI EM MidCaps NR (Eur)</i>	-	-0,79%	-8,80%	-7,85%	116,29%
Carmignac Portfolio Commodities A EUR acc	269,30	1,29%	-4,34%	-35,10%	54,48%
<i>Carmignac Commodities Index*</i>	-	-0,50%	-2,87%	-	-
Carmignac Patrimoine A EUR acc	563,68	-1,16%	0,65%	9,56%	31,34%
<i>50% MSCI AC World NR (Eur) + 50% Citigroup WGBI (Eur)</i>	-	1,46%	4,21%	15,14%	57,18%
Carmignac Portfolio Emerging Patrimoine A EUR acc	94,03	-3,02%	-16,73%	-	-
<i>50% MSCI EM NR (Eur) + 50% JP Morgan GBI EM Global diversified</i>	-	-2,37%	-12,95%	-	-
Carmignac Euro-Patrimoine A EUR acc	301,87	-0,67%	-2,31%	11,66%	25,30%
<i>50% EuroStoxx 50 NR (Eur) + 50% Eonia capitalizado</i>	-	0,77%	11,55%	5,60%	31,01%
Carmignac Profil Réactif 100 A EUR acc	171,63	-3,97%	-4,79%	5,30%	50,37%
<i>MSCI AC World NR (Eur)</i>	-	0,40%	11,85%	21,77%	106,29%
Carmignac Profil Réactif 75 A EUR acc	192,74	-2,67%	-4,70%	5,44%	35,75%
<i>75% MSCI AC World NR (Eur) + 25% Citigroup WGBI (Eur)</i>	-	0,93%	8,13%	18,75%	80,25%
Carmignac Profil Réactif 50 A EUR acc	162,32	-1,07%	-4,43%	4,41%	23,29%
<i>50% MSCI AC World NR (Eur) + 50% Citigroup WGBI (Eur)</i>	-	1,46%	4,21%	15,14%	56,18%
Carmignac Portfolio Global Bond A EUR acc	1 111,64	2,15%	-2,36%	14,95%	-1,47%
<i>JP Morgan Global Government Bond (Eur)</i>	-	2,66%	-4,53%	6,45%	14,36%
Carmignac Sécurité A EUR acc	1 680,54	0,75%	3,28%	9,31%	21,11%
<i>Euro MTS 1-3 años</i>	-	0,57%	2,12%	7,48%	11,15%
Carmignac Portfolio Capital Plus A EUR acc	1 147,08	0,52%	2,97%	10,46%	12,63%
<i>Eonia capitalizado</i>	-	0,03%	0,11%	1,14%	2,17%
Carmignac Court Terme A EUR acc	3 762,10	0,04%	0,21%	1,49%	2,57%
<i>Eonia capitalizado</i>	-	0,03%	0,11%	1,14%	2,17%

* 45% MSCI ACWF Oil y Gas NR (Eur), 5% MSCI ACWF Energy Equipment NR (Eur), 40% MSCI ACWF Metal and Mining NR (Eur), 5% MSCI ACWF Paper and Forest NR (Eur) y 5% MSCI ACWI Chemicals NR (Eur) desde el 01/07/2013. Reajustado anualmente desde el 01/01/12.

Fuente: Carmignac Gestion a 28/02/2014.

El anuncio de rentabilidades pasadas no es promesa o garantía de rentabilidades futuras. El valor de su inversión está sujeto a fluctuaciones del mercado. La información incluida en el presente documento no constituye ningún tipo de asesoramiento de inversión o análisis financiero. Carmignac Gestion no se hace responsable de las decisiones que puedan tomarse a partir de la información contenida en el presente documento. Hasta el 31/12/12, los índices de renta variable de los indicadores de referencia se calculaban sin dividendos. Desde el 01/01/13, se calculan con dividendos netos reinvertidos y sus rentabilidades se presentan de acuerdo con el método de encadenamiento.