

Perspectivas económicas & Estrategia de inversión

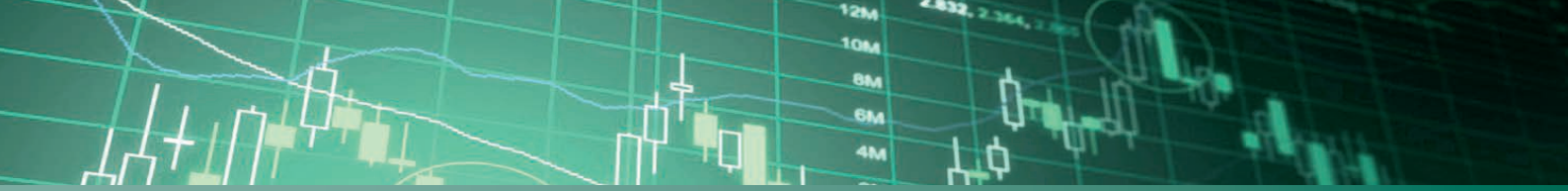
● Perspectivas económicas

- El BCE ha alejado el riesgo sistémico de implosión de la zona del euro y ha contribuido decisivamente al rebote de los activos de riesgo

Si 2012 fue para los chinos el año del dragón, para los europeos y para el resto del mundo fue incontestablemente el año de Mario Draghi. Ante una coyuntura mundial debilitada por la continuación del proceso de reducción del endeudamiento en las economías avanzadas y ante el agravamiento de la crisis en Europa, el Banco Central Europeo, bajo el impulso de su presidente, ha conseguido doblegar a la ortodoxia alemana y ha alejado el riesgo de implosión de la zona del euro optando por una interpretación más flexible y pragmática de la misión de la autoridad monetaria. La promesa del BCE de que comprará cantidades ilimitadas de deuda de países que hayan emprendido un proceso real de reformas ha permitido un descenso muy pronunciado de las tasas de financiación de los estados miembros más frágiles y ha convencido a los mercados de que es preciso dar a las políticas económicas el tiempo necesario para juzgar su eficacia. Gracias a la inteligencia técnica y política de Mario Draghi, el BCE se ha apartado de este modo de su estricto mandato antiinflación. Con este giro la entidad se suma, aunque con mesura, a la Reserva Federal estadounidense, el Banco de Inglaterra y el Banco de Japón en su objetivo de reflación por la vía de una creación monetaria sin precedentes.

- No obstante, la situación europea nos parece poco prometedora por la recesión que va a continuar en 2013

El consenso espera un crecimiento del 0,1%, cifra que en nuestra opinión es demasiado optimista. 2012 ha terminado con una tendencia de debilidad en Alemania, afectada por la ralentización de la demanda mundial, mientras que España e Italia están inmersas en una profunda recesión. Francia debería descubrir en los próximos meses la virulencia de los efectos negativos que tienen, tanto para la inversión privada como para el consumo de los hogares de rentas altas, las fuertes subidas de los impuestos al capital. Desde el punto de vista del crecimiento, el único factor positivo que a veces se apunta es el crédito barato por el acusado descenso de los tipos de interés desde el mes de julio, si bien hace falta aún que las empresas tengan ganas de invertir. Esta debilidad económica europea se ve acentuada por la revalorización del euro frente a prácticamente todas las demás monedas. Como indicábamos hace tres meses, la fortaleza del euro contribuye a asfixiar la economía europea.



Tarde o temprano, esta realidad obligará al BCE a tomar medidas más contundentes para evitar que la zona del euro sea la primera víctima de las políticas de devaluación competitiva llevadas a cabo por sus principales socios en el mundo desarrollado, caso de que estas continúen.

- **En EE.UU., la economía se beneficia de la mejora de la competitividad y puede contar por el momento con el apoyo inquebrantable de la Fed**

El acuerdo presupuestario alcanzado entre demócratas y republicanos a comienzos de año era condición ineludible y ha hecho posible que no se materializara el «precipicio fiscal» y que se evitara lo peor. No obstante, no es más que la primera etapa de un proceso de negociación cuya próxima parada —postergada hasta finales de febrero— será el techo de la deuda. El acuerdo alcanzado es, pues, de mínimos y cabe preguntarse si será suficiente para reactivar a partir de ahora la inversión empresarial estadounidense. Esta reactivación permitiría a la economía aprovechar la sensible mejoría de su mercado de la vivienda y multiplicar los efectos de una competitividad ya de por sí estimulada por la debilidad del billete verde, por un aumento notable de la productividad (+70% en los últimos diez años) y por la reducción de los costes energéticos al otro lado del Atlántico gracias al desarrollo del gas de esquisto. La economía estadounidense sabe que también cuenta con el apoyo inquebrantable de su banco central que, además de la reinversión de los reembolsos y pagos de cupones en su cartera, comprará mensualmente en los mercados de renta fija 40.000 millones de dólares en bonos inmobiliarios y 45.000 millones de dólares en bonos del Tesoro. En este contexto, el riesgo principal que vemos para nuestro escenario estadounidense es el de una actividad más fuerte de lo previsto en la que el rebote de la inversión comprometiera el activismo de la Fed, convirtiéndolo en injustificable y señalando así el fin de la política monetaria expansiva en EE.UU.

- **La situación económica de conjunto en el universo emergente nos parece saludable**

En el universo emergente, China, que ha dado por concluido el periodo de desaceleración orquestado por las autoridades, no volverá a registrar tasas de crecimiento de dos dígitos y las previsiones para los próximos años apuntan a tasas comprendidas entre el 7 y el 8%. Estas cifras aún envidiables son posibles gracias a un entorno en el que se conjugan el rebote del mercado inmobiliario, el crecimiento del crédito bancario y el contexto de inflación controlada (2%). El puesto de China como locomotora económica mundial no podrán ocuparlo ni la India, a pesar de que su voluntad reformista parece confirmarse, ni Brasil, donde el crecimiento sólo parece capaz de reactivarse bajo el efecto de un marcado intervencionismo del estado. Sin embargo, en conjunto los países emergentes han transitado cómodamente por el año 2012 sin la ayuda frenética de sus bancos centrales, que se han limitado a reaccionar a la evolución económica de forma ortodoxa y sin apresuramientos mediante simples ajustes de los tipos de interés. Así pues, sigue habiendo margen de maniobra en el universo emergente para hacer frente a una posible situación de bloqueo en EE.UU., toda vez que, con excepción de la India, la inflación no supone un problema importante. La situación económica del conjunto de los países emergentes nos parece saludable y puede beneficiarse perfectamente de la recuperación de la actividad estadounidense, fortalecida por el acuerdo presupuestario.

- **Japón parece estar en disposición de participar de forma más significativa en la actividad mundial en 2013**

La amplia victoria en las elecciones legislativas anticipadas del Partido Liberal Demócrata fue posible por la promesa de una política presupuestaria resueltamente expansionista complementada por una relajación monetaria extrema con vistas a debilitar el yen y alcanzar un nivel de inflación próximo al 2%. Si la acción política confirma en los próximos meses las intenciones que se están declarando actualmente, las previsiones de salida de la era deflacionista pueden tener en la economía nipona efectos considerables que serían favorables para el crecimiento mundial, pero también desestabilizadores para el resto de grandes países exportadores, que descubrirían a un Japón dotado de una moneda competitiva.



● Estrategia de inversión

I. RENTA VARIABLE INTERNACIONAL

- 2013 comienza con una asignación de activos más ofensiva y nuevas temáticas de inversión

La cartera de Carmignac Investissement arranca el año con el máximo nivel de exposición al riesgo de renta variable. El trimestre pasado fue testigo de la introducción en el fondo de dos nuevas temáticas de inversión, la reflación japonesa y el crecimiento estadounidense, como consecuencia directa de nuestro análisis macroeconómico.

- La temática de la reflación japonesa se ha integrado plenamente en la cartera

La reflación japonesa representa ya el 9,4% de la exposición a la renta variable del fondo, sobre todo mediante la incorporación a la cartera de las acciones de banco Nomura y el constructor automovilístico Toyota. Nomura debería ser capaz de aprovechar plenamente el repentino despertar del mercado japonés. En cuanto a Toyota, el descenso del yen será muy favorable para sus ventas y sus márgenes de exportación.

- La temática del crecimiento estadounidense se ha reforzado hasta el 3,6% de los activos

La temática del crecimiento estadounidense, presente ya de forma indirecta en la cartera, sobre todo a través de empresas de lujo europeas y proveedores de servicios al sector petrolífero, se ha reforzado mediante la incorporación de valores capaces de aprovechar el desarrollo del gas de esquisto y empresas especialmente bien situadas para beneficiarse de la recuperación del crédito y la mejora continua del mercado inmobiliario.

- La temática de los bancos europeos se ha reducido del 5,4% al 3% de los activos

Desde su incorporación a comienzos de agosto, estos valores han experimentado unas ganancias del orden del 30% que justifican las recogidas de beneficios realizadas. La convicción en cuanto a la intensidad de la ralentización que sufre la economía francesa nos ha llevado a liquidar las posiciones en bancos franceses.

- Las inversiones en minas de oro se han reducido del 13,1% al 8,7% después de vender íntegramente las acciones de Barrick Gold y reducir la posición en Kinross.

- Dentro de la amplia temática de los recursos naturales, la energía ha visto reducido su peso del 15% al 12,8% de los activos. Por su parte, hemos dado más peso a las inversiones en el sector de los materiales, que han pasado del 4,7% al 5,9%.



II. MOTORES DE RENTABILIDAD DE LA RENTA FIJA

- Nuestra asignación a deuda corporativa ha aumentado del 26% al 29%

2013 comienza con valoraciones muy heterogéneas, algunas muy atractivas y otras que hacen temer la existencia de una burbuja. En este contexto, nuestras temáticas de inversión para el 2013 se articulan alrededor de 3 ejes: una clara preferencia por los bonos BBB y los bonos de alto rendimiento europeos frente a los títulos de alta calidad, que muestran ya valoraciones más exigentes a ambos lados del Atlántico; la sobreponderación de las empresas situadas en España e Italia que ofrecen un fuerte potencial de convergencia; y, por último, el mejor comportamiento previsto de los valores financieros frente a los industriales, especialmente en Europa. Los bancos europeos han acelerado la disminución de los riesgos de sus balances a marchas forzadas, mientras que el descenso de la actividad de crédito favorece a los tenedores de sus títulos de deuda al reducir el volumen previsto de emisiones. Nuestras inversiones se limitan a los «campeones nacionales» y evitan los bancos de segunda fila, que dependen del BCE para refinanciarse.

- Las posiciones en deuda pública de los países desarrollados permanecen estables en el 14,7%, con un 6,3% invertido en el sur de Europa

De cara a 2013, pensamos que la acción del BCE debería permitir que la deuda pública española e italiana siguiera revalorizándose. Por ello, hemos reducido el peso de Alemania y EE.UU. en nuestra asignación de activos y hemos trasladado una parte de los capitales a España e Italia.

- La cartera de deuda pública de los países emergentes ha aumentado del 4,3% al 8,5%

Para el año 2013, consideramos que los descensos potenciales de los rendimientos se concentrarán en los países de Europa del Este, con posibilidad de ganancias cambiarias en algunos casos. Así pues, abordamos este año con posiciones reforzadas en esta área e inversiones en Turquía, Polonia y Rusia, donde esperamos descensos de los rendimientos, así como en México, donde apostamos por la mejora de los fundamentales.

- El euro está sobreponderado temporalmente frente al dólar y ya no tenemos ninguna exposición al yen.

Ante la perspectiva de un cambio de dirección en la política monetaria de Japón, volvimos a reducir nuestra exposición al yen hasta el 0% en noviembre. Iniciamos 2013 con una exposición limitada al dólar, pero elevada al euro. Esta sobreponderación del euro podría ser breve si la debilidad de la actividad económica europea —subestimada por el consenso— se traduce más tarde o más temprano en un debilitamiento de nuestra moneda. El fondo también tiene exposición a las monedas emergentes en relación con inversiones no cubiertas en deuda en divisa nacional y en acciones emergentes.

Redactado el martes 28 de enero de 2013

Información importante:

Las rentabilidades pasadas no son un indicador fiable de las rentabilidades futuras. No son constantes en el tiempo. La información incluida en el presente documento no constituye ningún tipo de asesoramiento de inversión o análisis financiero y carece de valor contractual. El presente documento tiene carácter meramente informativo. Carmignac Gestion no se hace responsable de las decisiones que puedan tomarse a partir de la información contenida en el presente documento ni de la utilización de esta información por terceros. Se prohíbe el uso del presente documento con fines distintos a los previstos, así como la reproducción, difusión o transmisión total o parcial de la información sin la previa autorización escrita de Carmignac Gestion.

Carmignac Gestion - sociedad de gestión de inversiones (n° GP 97-008 a 13/03/97). Capital social de 15.000.000 euros. RCS Paris B 349 501 676
Carmignac Gestion Luxembourg, filial de Carmignac Gestion S.A. - Número de registro B67549; entidad con un capital social 3.000.000 de euros.