



POR **DIDIER SAINT-GEORGES**

Miembro del comité de inversiones
Managing director

Un mundo vulnerable

Tan pronto como Ben Bernanke, el por aquel entonces Presidente de la Fed, anunció el 19 de marzo de 2009 su primer programa de relajación cuantitativa («quantitative easing»), se planteó claramente una cuestión de fondo: hasta qué punto el hecho de que un banco central necesite paliar el riesgo económico instaurando una política de reflación monetaria no convencional, justifica poner en riesgo, en contrapartida, la estabilidad del sistema financiero creando burbujas en determinadas categorías de activos. Probablemente reconfortado por la experiencia de Estados Unidos, que hasta ahora ha dado resultados bastante positivos, el Banco Central Europeo responde hoy sin rodeos a esa misma pregunta: se concede prioridad absoluta a paliar el riesgo económico, mientras que las medidas orientadas a hacer frente al riesgo del sistema financiero se dejan para más adelante, si fueran necesarias. El comportamiento entusiasta de los mercados desde principios de año confirma que los inversores, en su inmensa mayoría, han apostado por una postura pragmática: Ante la duda, más

« *La aportación masiva de liquidez adicional hace que los mercados se asemejen a una piscina desbordante.* »

vale tener fe en la eficacia de las recetas de Mario Draghi, ya que, al menos por ahora, favorecen a los mercados. Mientras esa fe se mantenga, esta apuesta augura el buen tono de los mercados, si bien su vulnerabilidad irá en ascenso.

La ilusión monetaria

En Estados Unidos, aún no se ha zanjado el debate sobre la eficacia de las medidas de relajación cuantitativa. Es irrefutable que lo peor —que se entreveía como una posibilidad a comienzos de 2009— se ha evitado y que gracias a la bajada de los tipos de interés hipotecarios, los precios del mercado inmobiliario se han recuperado. Pero tras la compra de 4 billones de dólares en títulos de deuda por parte de la Fed, el índice S&P ha subido un 170 %, mientras que el ritmo de crecimiento económico sigue sin superar el 2,5 % anual y la mediana de la renta anual de los hogares estadounidenses sigue siendo hoy día un 9 % inferior a la de 1999. El «rendimiento económico» del programa de relajación cuantitativa es escaso porque el efecto de riqueza positivo para la banca y los ahorradores con mayor patrimonio no basta para compensar el lastre que supone el desendeudamiento para el consumo y la inversión. Es manifiesto que, al igual que en Japón desde la década de 1990, la crisis financiera no sólo ha deteriorado la producción, sino también el crecimiento potencial. En la zona del euro, donde la exposición de los consumidores a los mercados financieros es aún menor que en Estados Unidos, cuesta entender cómo puede el programa de relajación cuantitativa tener un gran calado en la economía. Así las cosas, con la coincidencia inesperada de una caída del euro del 25 % desde el pasado mes de junio, de los tipos de interés en mínimos históricos, la recapitalización de la banca

y el escudo protector que ha brindado el BCE, el crecimiento de la zona del euro a duras penas alcanzará el 1,5 % este año. El propio Mario Draghi reconocía hace poco que es probable que la tasa de desempleo de la zona del euro apenas baie en un plazo de 18 meses.



© Thinkstock

Un mundo inundado de liquidez

La paradoja, debida tanto a la subida de los mercados como a la creciente vulnerabilidad del sistema financiero, es que la falta de resultados constituye un argumento para que los bancos centrales mantengan su apoyo monetario mientras sea necesario, en cualquiera de sus formas. Mario Draghi se comprometió a la compra de 60.000 millones de euros en activos al mes hasta septiembre de 2016 y Janet Yellen reconoció que la amenaza de la deflación y la vulnerabilidad de la economía estadounidense impiden una pronta normalización de la política monetaria de la Fed. El Banco de Japón deberá seguir luchando contra la tasa



de inflación del país, que volvió a caer hasta el $-0,2\%$ en febrero, y el Banco Popular de China deberá acelerar su política de estímulo monetario para tratar de estabilizar el ritmo de crecimiento de la economía china. Los mercados, inundados de liquidez, seguirán aprovechando así la oportunidad. Cuando hay en el mundo más de 2 billones de dólares en bonos que, hoy por hoy, ofrecen una rentabilidad negativa -80% de los cuales procede de la zona del euro— la aportación masiva de liquidez adicional hace que los mercados se asemejen a una piscina desbordante: por efecto del desplazamiento de los inversores, el precio elevadísimo que alcanza la renta fija «sin riesgo» se va propagando poco a poco a todas las categorías de activos. El aumento de la prima de riesgo (la diferencia de rentabilidad que ofrecen las acciones respecto a la deuda pública)

« Resulta esencial que la gestión de la cartera muestre toda la flexibilidad que ha perdido el sistema financiero. »

debido a la reducción de la rentabilidad de la renta fija viene a justificar las elevadas valoraciones en los mercados de renta variable. A modo de ejemplo, podemos citar el caso de la zona del euro, donde los múltiplos de resultados están llegando a 16 veces los resultados del ejercicio en curso. Es decir, que no sólo se han doblado los múltiplos que prevalecían hace tres años, sino que estamos en un nivel que supone 4 desviaciones típicas por encima de la media de los diez últimos años (en otras palabras, cerca de un 40% por encima de dicha media). En suma, al comprometerse a hacer compras de deuda masivas (2,5 veces las emisiones netas de deuda pública, mientras que los programas QE1 y QE2 de Ben Bernanke sólo suponían de media la mitad de las emisiones netas del Tesoro estadounidense) y tardías (los tipos de interés de la deuda ya están muy bajos), el BCE crea unas distorsiones sin precedentes en los precios de los activos financieros.

Una situación vulnerable

En su obra *Antifrágil*, Nassim Taleb subraya hasta qué punto la falta de flexibilidad contribuye de forma decisiva a la vulnerabilidad al impedir una reacción eficaz frente a la adversidad.

Precisamente, la situación actual se caracteriza en muchos aspectos por esa vulnerabilidad. Así pues, las políticas monetarias ultraexpansivas que vienen adoptando los principales bancos centrales no dejarán prácticamente margen de maniobra para amortizar la próxima ralentización cíclica. Del mismo modo, el nivel de endeudamiento de los gobiernos les priva de margen de flexibilidad presupuestaria. Por si fuera poco, las cotas de confianza que se depositan en la eficacia del BCE son tan altas que cualquier posible error de comunicación o de política monetaria les costaría muy caro a los mercados (mientras tanto, esta confianza se retroalimenta, puesto que incita la subida de los mercados, que a su vez se interpreta como prueba de que el programa de relajación cuantitativa «funciona»). La política de reflación monetaria adoptada por el BCE discuerda cada vez más con el crecimiento de los excedentes de Alemania. Además, la caída de las previsiones de inflación, que ha permitido a los bancos centrales una política de tipos cercanos al 0% relativamente serena, pronto se verá restringida por el afianzamiento cíclico del precio de la energía. De este modo, el sistema financiero ha perdido gran parte de su flexibilidad al ir acumulando desequilibrios. Si bien esta pérdida no anuncia en modo alguno un contratiempo, sí que aumenta considerablemente sus implicaciones.

El imperativo de flexibilidad

La bonanza económica global que se presiente desde hace algunos meses, alimentada por la recuperación europea y sobre todo por la india, nutre el

optimismo de los inversores en renta variable mientras que la actitud de los gobernadores de los bancos centrales, con Mario Draghi a la cabeza, les garantiza que, pese a todo, los tipos de interés seguirán muy bajos en este contexto. Es legítimo querer disfrutar de esta ventajosa coyuntura y tampoco nosotros nos privamos de ello, pero teniendo en cuenta que la gestión de la cartera tiene que conservar la flexibilidad que ha perdido el sistema financiero. Como señalábamos en la Nota de enero («Más vale prevenir que predecir»), en un mundo así de vulnerable es vital hallarse en disposición de poder variar con suma prontitud el grado de exposición a la renta variable, a la renta fija y a las divisas, así como optar fundamentalmente por empresas que también sean flexibles, es decir, que estén poco endeudadas y generen flujo de caja.

Redactado el 31 de marzo de 2015

Múltiplo de resultados del índice Eurostoxx en un plazo de 10 años



Source: Evercore ISI, 27/03/2015

ESTRATEGIA DE INVERSIÓN



DIVISAS

Fuerte volatilidad en los mercados de divisas a lo largo del mes, con un euro que ha oscilado entre 1,12 y 1,05 dólares estadounidenses. Hemos aprovechado la amplitud de estos movimientos para reequilibrar la asignación a divisas reduciendo nuestra ponderación al dólar, dejándola en un nivel intermedio. Por su parte, las divisas emergentes más vulnerables siguen depreciándose. Destacamos el caso del real brasileño: nuestra cobertura en divisas se ha favorecido plenamente de la depreciación de la moneda brasileña cerca de un 10 % en el mes.



RENTA FIJA

La instauración del programa de relajación cuantitativa del BCE se está notando de forma más pronunciada en los tipos largos alemanes, habida cuenta de la escasez del subyacente. Con tipos a 10 años en torno al 0,20 %, hemos abierto una posición vendedora en dicho segmento, cuya valoración actual es extrema. Aunque los flujos pueden explicar este comportamiento de los tipos alemanes a corto plazo, a medio plazo este nivel no se justifica ni por el estado de la economía alemana (favorecida principalmente por el debilitamiento del euro), ni por las perspectivas de inflación (alentadas por el compromiso incondicional del BCE). Paralelamente, seguimos recogiendo beneficios de forma disciplinada en deuda pública periférica europea, que se ha mantenido relativamente estable a lo largo del mes. Por último, hemos abierto una pequeña posición en productos de titulización, que ofrecen rentabilidades atractivas y poseen una mayor liquidez gracias al programa de compras del BCE.



RENTA VARIABLE

Los mercados de renta variable han experimentado una corrección en marzo, acompañada de un repunte de volatilidad. Sólo los mercados de la zona del euro y de Japón han concluido el mes en terreno muy positivo, con el apoyo constante por parte de sus respectivos bancos centrales como telón de fondo. En nuestro posicionamiento siguen prevaleciendo los valores cuyas perspectivas de beneficios están basadas en sus cualidades intrínsecas, más que en una mejora del entorno económico. Este enfoque refleja nuestra prudencia respecto al incremento de los desequilibrios económicos a medio plazo. Por ello, participamos en la salida a bolsa del operador aeroportuario español Aena, cuya sólida posición frente a la competencia y su potencial para optimizar costes fijos deberían redundar en un notable crecimiento de sus resultados independientemente del ciclo económico.



MATERIAS PRIMAS

Carmignac Portfolio Commodities ha logrado en marzo una rentabilidad notablemente superior a la de su índice de referencia, pese a las fuertes variaciones del precio del barril durante el mes. Así pues, nuestro posicionamiento equilibrado en valores capaces de ofrecer una relación rentabilidad-riesgo interesante en distintos escenarios de precios de las materias primas sigue dando sus frutos. Nuestra búsqueda de empresas energéticas infravaloradas que puedan favorecerse de una subida gradual de los precios del petróleo nos ha llevado a abrir una posición en la empresa de servicios petroleros Halliburton. Mostramos una mayor cautela respecto a las grandes compañías petroleras, dado que su valoración descuenta ya un nivel de precios significativamente superior a los actuales.



FONDOS DE FONDOS

Nuestros fondos de fondos han registrado una rentabilidad positiva este mes. Hemos reducido ligeramente nuestras tasas de exposición con respecto a su nivel máximo para salir indemnes de la corrección acaecida en los mercados de renta variable antes de volver a subirlos hasta cerca de los máximos permitidos a fin de mes. Por otro lado, mantenemos un posicionamiento constructivo en nuestras elecciones sectoriales y geográficas.

RENTABILIDADES DE LOS FONDOS

	Valor liquidativo	2014	1 año	3 años	5 años
Carmignac Investissement A EUR acc <i>MSCI AC World NR (Eur)</i>	1 297,40	16,55%	33,32%	50,13%	61,29%
		15,27%	35,28%	65,40%	82,22%
Carmignac Portfolio Grande Europe A EUR acc <i>Stoxx 600 NR (Eur)</i>	190,78	10,04%	19,58%	40,52%	45,67%
		16,67%	22,08%	60,45%	60,30%
Carmignac Euro-Entrepreneurs A EUR acc <i>Stoxx 200 Small NR (Eur)</i>	304,61	15,79%	23,23%	67,76%	87,81%
		16,54%	16,02%	65,42%	72,80%
Carmignac Emergents A EUR acc <i>MSCI Emerging Markets NR (Eur)</i>	878,63	17,16%	26,64%	20,85%	46,80%
		15,19%	28,89%	22,37%	28,16%
Carmignac Portfolio Emerging Discovery A EUR acc <i>50% MSCI EM SmallCaps NR (Eur) + 50% MSCI EM MidCaps NR (Eur)</i>	1 340,53	10,21%	22,99%	27,45%	39,38%
		16,27%	28,69%	28,70%	31,07%
Carmignac Portfolio Commodities A EUR acc <i>Carmignac Commodities Index*</i>	308,84	7,70%	14,01%	-4,43%	-3,84%
		9,22%	6,93%	1,54%	2,94%
Carmignac Patrimoine A EUR acc <i>50% MSCI AC World NR (Eur) + 50% Citigroup WGBI (Eur)</i>	698,89	12,63%	23,51%	31,50%	39,78%
		12,55%	28,15%	40,57%	59,00%
Carmignac Portfolio Emerging Patrimoine A EUR acc <i>50% MSCI EM NR (Eur) + 50% JP Morgan GBI EM Global diversified</i>	114,91	12,59%	19,80%	10,49%	-
		11,70%	21,31%	16,23%	-
Carmignac Euro-Patrimoine A EUR acc <i>50% EuroStoxx 50 NR (Eur) + 50% Eonia capitalizado</i>	319,50	2,54%	6,46%	8,61%	21,24%
		8,91%	10,02%	27,32%	18,51%
Carmignac Profil Réactif 100 A EUR acc <i>MSCI AC World NR (Eur)</i>	215,22	12,94%	25,46%	34,02%	42,44%
		15,27%	35,28%	65,40%	82,22%
Carmignac Profil Réactif 75 A EUR acc <i>75% MSCI AC World NR (Eur) + 25% Citigroup WGBI (Eur)</i>	234,50	11,21%	21,69%	27,86%	34,98%
		13,91%	31,68%	52,89%	70,73%
Carmignac Profil Réactif 50 A EUR acc <i>50% MSCI AC World NR (Eur) + 50% Citigroup WGBI (Eur)</i>	189,58	8,65%	16,44%	18,69%	25,73%
		12,55%	28,15%	40,82%	59,00%
Carmignac Portfolio Global Bond A EUR acc <i>JP Morgan Global Government Bond (Eur)</i>	1 385,62	11,91%	22,99%	32,19%	47,29%
		10,66%	23,54%	19,69%	38,99%
Carmignac Sécurité A EUR acc <i>Euro MTS 1-3 años</i>	1 725,10	1,70%	2,31%	9,25%	14,31%
		0,52%	1,59%	7,23%	9,10%
Carmignac Portfolio Capital Plus A EUR acc <i>Eonia capitalizado</i>	1 201,89	3,27%	4,04%	12,28%	17,72%
		-0,01%	0,04%	0,32%	1,66%
Carmignac Court Terme A EUR acc <i>Eonia capitalizado</i>	3 767,87	0,01%	0,14%	0,58%	2,08%
		-0,01%	0,04%	0,32%	1,66%

* 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 31/03/2015.

Las rentabilidades históricas no garantizan rentabilidades futuras. Los gastos están incluidos en las cifras de rentabilidad.

Este documento no puede reproducirse, difundirse o comunicarse ni total ni parcialmente sin la autorización previa de la sociedad gestora.

No constituye una oferta de suscripción ni un consejo de inversión. La información contenida en este documento puede ser parcial y puede modificarse sin previo aviso. El acceso a los fondos puede ser objeto de restricciones para determinadas personas o en determinados países. En concreto, no pueden ofrecerse o venderse ni directa ni indirectamente a beneficio o por cuenta de una «persona estadounidense» (U.S. person) según la definición contenida en la normativa estadounidense «Regulation S» y/o FATCA.

Los fondos pueden acarrear una pérdida de capital. Los riesgos y los gastos se describen en los documentos de datos fundamentales para el inversor (DFI). Los folletos, los DFI, los estatutos de la sociedad o el reglamento de gestión y los informes anuales de los fondos se pueden conseguir a través de la página web www.carmignac.es, mediante solicitud a la sociedad gestora o a la CNMV o a través de las oficinas de los distribuidores. Antes de la suscripción, se debe hacer entrega al suscriptor de los DFI y una copia del último informe anual.