



POR **DIDIER SAINT-GEORGES**

Miembro del comité de inversiones

Cuando los gobernadores de los bancos centrales se preocupan, los inversores se tranquilizan

El movimiento de yo-yo que han registrado los mercados de renta variable no tiene nada de extraordinario. Tal y como suele suceder, a una bajada inicial provocada por diferentes amenazas —esta vez, la intensificación de las tensiones geopolíticas y el decepcionante crecimiento europeo— le sucede un repunte de la confianza, propiciado por el apoyo incondicional de los gobernadores de los principales bancos centrales, que se reafirmó en la conferencia anual celebrada en el turístico valle de Jackson Hole, en el Estado de Wyoming (EE. UU.). Cuanto más muestran los gobernadores de los bancos centrales su determinación ante los desafíos a los que se deben enfrentar —tal y como ha sido el caso del presidente del BCE, Mario Draghi, en

análisis internacional deben realizar los inversores a largo plazo?

Valorar la situación de Estados Unidos no es lo más difícil, ya que el progreso económico es palpable. Sin embargo, esto no quiere decir que los datos no sean ambiguos: durante el primer trimestre del año, afectado por el temporal de nieve, comprobamos que las previsiones oficiales de crecimiento del PIB se pueden revisar hasta tres veces, con conclusiones diferentes cada vez. No obstante, la evolución económica de las empresas habla por sí sola: los analistas han tenido que aumentar de nuevo las previsiones para el año tras la publicación por parte de las grandes empresas de su volumen de negocio, que ha registrado un aumento del 4,4 % de media durante el segundo trimestre, con unos resultados que se han incrementado un 9,3 %. Esta dinámica es totalmente diferente a la registrada en Europa, donde los analistas se vieron obligados a revisar a la baja en el segundo trimestre y por cuarto año consecutivo sus previsiones sobre los resultados empresariales para el ejercicio. Por lo tanto, la economía estadounidense se recupera de su convalecencia, aunque a un ritmo vacilante, lo que probablemente sea una noticia aún mejor. Por suerte para los mercados de renta fija, de esta manera el consumo no se acelera en exceso, los inmuebles residenciales no se disparan y, aunque la tasa de desempleo ha caído a niveles cercanos al 6 %, el crecimiento salarial sigue siendo débil a día de hoy. Por consiguiente, Janet Yellen, en su discurso durante la conferencia de

Jackson Hole, reafirmó su pragmatismo, consistente en ajustar con prudencia el ritmo de la normalización monetaria al de la recuperación de la economía. Recordemos que el desafío de Yellen es



© 2014 Dow Jones & Company, Inc. All Rights Reserved

« La economía estadounidense se recupera de su convalecencia, aunque a un ritmo vacilante, lo que probablemente sea una noticia aún mejor. »

esta ocasión—, más convencidos están los inversores de que se hará todo lo necesario y de que todo irá bien. **En este mundo extremadamente optimista, donde las presiones deflacionistas en Europa se interpretan en un primer momento como buenas noticias para todos los productos de renta fija, ¿qué**

pilotar sobre la marcha el aterrizaje del helicóptero de rescate cargado de liquidez que su predecesor, Ben Bernanke, mandó para combatir la crisis desde finales de 2008: reducción de los tipos de referencia de los fondos federales al 0,25 % seguida de tres oleadas de relajación cuantitativa. **La dificultad de pilotar con exactitud esta situación en todo momento durante los próximos doce meses no debe infravalorarse, y nos mantiene atentos al riesgo de volatilidad de los mercados en los próximos trimestres.** Pero, desde un punto de vista fundamental, el mercado de renta variable estadounidense, aupado por una economía real saneada, sigue siendo uno de nuestros favoritos del panorama internacional.



Nada que ver con la situación europea. El estado catatónico en el que ha caído el crecimiento de la zona del euro hace que, a día de hoy y por no haber actuado a tiempo, su política esté adoptando tintes de tratamientos de choque. Éstos se iniciaron con el fulgurante acceso

« El estado catatónico en el que ha caído el crecimiento de la zona del euro hace que, a día de hoy y por no haber actuado a tiempo, su política siga adquiriendo tintes de tratamientos de choque. »

al poder del primer ministro reformista Matteo Renzi en Italia el pasado febrero, y continuaron con la purga proliberal realizada dentro del gobierno francés por el primer ministro Manuel Valls en el mes de agosto. El próximo choque previsto, ante la presión de las crecientes amenazas deflacionistas, será el anuncio en las próximas semanas de medidas de apoyo monetario no convencionales por parte de Mario Draghi. Los mercados europeos están sufriendo los sobresaltos de una economía enferma tratada con electrochoque, cuya sucesión de tratamientos específicos permite albergar algunas esperanzas, pero cuyo pronóstico de curación general sigue siendo muy incierto. **Dicho más claramente: el sector financiero, órgano vital sobre el que actúan en un primer momento las operaciones del Banco Central Europeo, presenta hoy los mejores indicios de estabilización,** ya sea en la deuda pública de los países periféricos como en el sector bancario, en forma de acciones o de bonos corporativos. Así, nos hemos posicionado en el Viejo Continente, aunque tras reducir nuestro perfil de riesgo. **Por otro lado, la divergencia entre las trayectorias de las economías estadounidense y europea respalda en última instancia la hipótesis del debilitamiento de la paridad euro-dólar.** Hemos tomado posiciones siguiendo esta hipótesis. No obstante, no nos equivocaremos: tal y como nos confirma hoy en día la decepcionante evolución de la recuperación japonesa, **el debilitamiento de la moneda por sí**

solo no será suficiente para reactivar el crecimiento de la economía europea. Su impacto sobre las exportaciones depende de una demanda global suficiente, y su repercusión sobre la demanda interna, al encarecerse las importaciones, puede incluso resultar terriblemente recesivo si no va acompañado de aumentos salariales (una hipótesis todavía muy lejana en Europa dado el nivel de desempleo, persistentemente elevado).

En Japón, el impacto del programa Abenomics, iniciado a finales de 2012, ha perdido eficacia y necesita cuanto antes una inyección de estímulo. Éste podría llegar en forma de un mayor apoyo por parte del presidente del Banco de Japón, Haruhiko Kuroda, y, emulando el caso francés, adornarlo con una renovación del equipo de gobierno con el fin de reafirmar la voluntad reformista. Estas medidas de impulso son necesarias para asegurar el cumplimiento del próximo plazo para el aumento del IVA en octubre de 2015 y, con él, la coherencia del conjunto de reformas presupuestarias. Esto justificaría la revisión de nuestra exposición a Japón, que hemos reducido progresivamente durante el año.

En los países emergentes, la primacía de las reformas estructurales sigue definiendo el horizonte de inversión, aunque también entra en juego beneficiarse de una coyuntura favorable. Éste es en el caso de China, donde la debilidad del mercado inmobiliario y el impacto negativo sobre la credibilidad de las reformas en materia de regulación financiera mantienen la postura acomodaticia de las autoridades monetarias. Esta situación también se da,

aunque de manera diferente, en la India y México, donde las reformas estructurales tan esperadas están por fin poniéndose en marcha, aprovechando además la recuperación del ciclo económico. En Brasil, el mercado ya ha anticipado parcialmente una alternancia política favorable, pero la ya probable elección de Marina Silva en los comicios presidenciales de octubre —algo impensable a principios de verano— podría abrir nuevas perspectivas para este país que hasta ahora se ha visto perjudicado por una nefasta gestión económica. Por último, está claro que la confirmación de que la liquidez global sigue siendo abundante constituye un apoyo adicional para los activos emergentes.

Así, de este análisis se desprende que las presiones deflacionistas mantienen a los gobernadores de los bancos centrales en la posición de seguir asegurando su apoyo a los mercados, lo que favorece a los inversores tanto en renta fija como variable. No obstante, conviene aprovechar lo mejor de estos mercados siendo plenamente conscientes de sus límites, ya que las presiones deflacionistas, cada vez más acusadas, revelarán tarde o temprano su efecto destructor sobre la economía real, que repercutirá en los mercados de renta variable. Por otro lado, una verdadera recuperación del ciclo económico global provocaría una normalización prematura de los tipos de interés. **A su pesar, la credibilidad de los gobernadores de los bancos centrales anima a los inversores a asumir más riesgos. Debemos ser muy conscientes de los límites de su poder.**

*Redactado el viernes,
2 de Septiembre de 2014*



© Governo Italiano / Tiberio Barchielli - Filippo Attili

ESTRATEGIA DE INVERSIÓN



DIVISAS

La divergencia entre el discurso equilibrado de la Reserva Federal estadounidense —justificado por una economía con una trayectoria saneada— y el discurso más ofensivo del BCE —que se enfrenta a presiones deflacionistas cada vez mayores— han permitido al dólar estadounidense seguir apreciándose notablemente frente al euro durante el mes de agosto. Nuestra gestión activa en el plano de las divisas ha conseguido captar de manera favorable este movimiento, con una asignación a finales de mes al dólar del 70 % en Carmignac Investissement y del 54 % en Carmignac Patrimoine.



RENTA FIJA

Los tipos de la deuda pública a nivel mundial cayeron considerablemente durante el mes de agosto. Esta tendencia, que se debe tanto a la aceleración de la bajada de la inflación en la zona del euro como al mantenimiento de políticas monetarias muy laxas, ha sido la más marcada en los países periféricos de la zona del euro. Así, los tipos italianos y españoles a 10 años cayeron por debajo del umbral del 2,5 % y cedieron 30 puntos básicos de rentabilidad durante el mes. La perspectiva de un creciente activismo por parte del BCE a través de la aplicación de medidas no convencionales respaldó esta tendencia. Nuestras posiciones en deuda pública italiana, española, portuguesa y griega también contribuyeron considerablemente a la rentabilidad de Carmignac Patrimoine durante el mes de agosto. Nuestras posiciones en deuda corporativa europea emitida por entidades financieras también registraron un buen comportamiento. La quiebra del banco portugués BES debido a problemas específicamente vinculados a malversaciones internas fue bien absorbida por el mercado, lo que apoyó nuestra convicción sobre el au-

mento de la solidez del sector financiero europeo y la reducción del riesgo sistémico que ello conlleva. No obstante, seguimos siendo muy selectivos sobre nuestras posiciones en renta fija en función de las primas de riesgo y del nivel de liquidez vinculado a cada segmento. Esto se traduce en unas sensibilidades a los tipos de interés que siguen siendo moderadas en el conjunto de nuestros fondos. Así, a finales de mes las sensibilidades de nuestros fondos se sitúan, respectivamente, en +2,6 para Carmignac Patrimoine, +2,5 para Carmignac Portfolio Emerging Patrimoine, +2,8 para Carmignac Portfolio Global Bond, +1,3 para Carmignac Sécurité y +1,1 para Carmignac Portfolio Capital Plus.



RENTA VARIABLE

Los mercados de renta variable evolucionaron positivamente durante el mes de agosto, aupados especialmente por el mercado estadounidense y el universo emergente. Entre este último, destacamos la sólida evolución de Brasil, donde los sondeos señalan a la actual presidenta, Dilma Rousseff, como perdedora en las próximas elecciones, lo que deja entrever la implantación de políticas económicas más eficaces. Siguiendo esta hipótesis, reforzamos tácticamente nuestra exposición al mercado brasileño a principios de mes a través de contratos de futuros sobre índices. La actitud de espera que actualmente muestra el Banco de Japón ha propiciado la estabilización de la divisa nipona. En este contexto, continuamos liquidando nuestras posiciones en este país con la venta de nuestros valores exportadores, como Toyota, y concentrándonos en nuestros valores de crecimiento del mercado interno. Por último, continuamos reforzando la exposición a nuestros líderes mundiales introduciendo una posición en el grupo estadounidense de salud Johnson & Johnson al tiempo que recogemos beneficios en algunos de nuestros valores financieros. La solidez de los balances, la importante generación de flujo de caja y

la capacidad de defender sus precios por parte de nuestros líderes mundiales deberían permitirles diferenciarse en un contexto de crecimiento moderado y de presiones deflacionistas. Este mismo contexto que permite el mantenimiento de unas políticas monetarias acomodaticias justifica también que mantengamos intacta nuestra elevada exposición a la renta variable. A finales de mes, ésta se situó en el 50 % para Carmignac Patrimoine y en el 44 % para Carmignac Portfolio Emerging Patrimoine.



MATERIAS PRIMAS

Carmignac Portfolio Commodities registró por séptimo mes consecutivo desde

febrero una rentabilidad positiva. La rentabilidad del fondo se debe, en gran medida, a la identificación de empresas cuyas características intrínsecas les permiten ofrecer rentabilidades atractivas en cualquier contexto económico mundial. Éste es el caso de valores como Cenovus Energy y Devon Energy, dos valores estadounidenses de exploración y producción petrolífera introducidos recientemente en el Fondo.



FONDOS DE FONDOS

Nuestros Fondos de Fondos registraron una rentabilidad positiva durante el

mes. El compromiso incondicional de los gobernadores de los bancos centrales ha creado un contexto óptimo para adoptar un posicionamiento ofensivo, que se ha traducido en niveles de exposición a la renta variable próximos a sus respectivos máximos. A finales de mes, las exposiciones a la renta variable de Carmignac Profil Réactif 100, 75 y 50 se sitúan respectivamente en el 94 %, el 67 % y el 48 %. Por su parte, la exposición a la renta variable de Carmignac Investissement Latitude es del 107 %.

RENTABILIDADES DE LOS FONDOS

	Valor liquidativo	2014	1 año	3 años	5 años
Carmignac Investissement A EUR acc	1 044,63	3,59%	13,67%	26,97%	48,03%
<i>MSCI AC World NR (Eur)</i>	-	12,15%	21,12%	57,40%	77,14%
Carmignac Portfolio Grande Europe A EUR acc	171,95	9,41%	17,54%	41,44%	48,42%
<i>Stoxx 600 NR (Eur)</i>	-	6,58%	18,17%	51,65%	52,56%
Carmignac Euro-Entrepreneurs A EUR acc	264,48	10,83%	26,24%	66,07%	82,44%
<i>Stoxx 200 Small NR NR (Eur)</i>	-	3,43%	17,76%	51,18%	72,39%
Carmignac Emergents A EUR acc	781,24	10,18%	17,09%	20,86%	65,57%
<i>MSCI Emerging Markets NR (Eur)</i>	-	15,73%	20,11%	20,29%	47,56%
Carmignac Portfolio Emerging Discovery A EUR acc	1 243,35	15,63%	20,28%	30,80%	59,41%
<i>50% MSCI EM SmallCaps NR (Eur) + 50% MSCI EM MidCaps NR (Eur)</i>	-	16,48%	20,58%	19,40%	53,61%
Carmignac Portfolio Commodities A EUR acc	306,20	15,17%	17,42%	-10,66%	29,94%
<i>Carmignac Commodities Index*</i>	-	12,64%	16,64%	11,51%	36,20%
Carmignac Patrimoine A EUR acc	602,21	5,60%	10,84%	16,67%	27,13%
<i>50% MSCI AC World NR (Eur) + 50% Citigroup WGBI (Eur)</i>	-	10,73%	13,66%	32,36%	51,12%
Carmignac Portfolio Emerging Patrimoine A EUR acc	106,73	10,08%	9,69%	8,06%	-
<i>50% MSCI EM NR (Eur) + 50% JP Morgan GBI EM Global diversified</i>	-	12,92%	14,15%	15,80%	-
Carmignac Euro-Patrimoine A EUR acc	314,92	3,62%	5,12%	12,73%	28,02%
<i>50% EuroStoxx 50 NR (Eur) + 50% Eonia capitalizado</i>	-	2,24%	10,03%	21,75%	12,42%
Carmignac Profil Réactif 100 A EUR acc	180,21	0,83%	5,92%	25,06%	36,04%
<i>MSCI AC World NR (Eur)</i>	-	12,15%	21,12%	57,40%	77,14%
Carmignac Profil Réactif 75 A EUR acc	200,86	1,43%	4,66%	20,04%	27,83%
<i>75% MSCI AC World NR (Eur) + 25% Citigroup WGBI (Eur)</i>	-	11,44%	17,47%	44,66%	64,25%
Carmignac Profil Réactif 50 A EUR acc	168,53	2,72%	4,11%	14,00%	19,55%
<i>50% MSCI AC World NR (Eur) + 50% Citigroup WGBI (Eur)</i>	-	10,73%	13,66%	32,36%	51,12%
Carmignac Portfolio Global Bond A EUR acc	1 190,64	9,41%	9,52%	24,81%	26,81%
<i>JP Morgan Global Government Bond (Eur)</i>	-	9,61%	5,48%	9,36%	26,39%
Carmignac Sécurité A EUR acc	1 706,02	2,27%	4,04%	11,31%	15,99%
<i>Euro MTS 1-3 años</i>	-	1,68%	2,53%	7,50%	10,20%
Carmignac Portfolio Capital Plus A EUR acc	1 161,63	1,79%	3,09%	11,16%	14,17%
<i>Eonia capitalizado</i>	-	0,10%	0,14%	0,72%	1,88%
Carmignac Court Terme A EUR acc	3 766,30	0,15%	0,23%	1,11%	2,23%
<i>Eonia capitalizado</i>	-	0,10%	0,14%	0,72%	1,88%

* 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 29/08/2014.

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 (DDI). 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.