

Perspectivas económicas y estrategia de inversión para el tercer trimestre de 2012

I - Perspectivas económicas

► La crisis financiera europea se transforma en crisis económica

En Europa, la situación sigue siendo extremadamente preocupante, a pesar de que las decisiones tomadas en la cumbre del 28 y 29 de junio hayan reavivado la esperanza de los actores del mercado. No obstante, el punto crucial de la crisis en Europa, que es su incapacidad de crecer, no se ha tratado, mejor dicho, ni siquiera se ha abordado. Las medidas propuestas solo tienen el mérito de intentar romper el círculo vicioso de debilidad de los bancos y deriva de los presupuestos públicos, pero en ningún caso buscan crear un círculo virtuoso de crecimiento y solvencia. Además, su concreta puesta en marcha no parece acordada. Los mecanismos monetarios y otros cortafuegos han mostrado sus limitaciones: los tipos españoles —cercaos al 7%— son más elevados que antes de las dos operaciones LTRO y los italianos, en un 6%, solo han descendido ligeramente a pesar de las reformas presupuestarias puestas ya en marcha. La situación de los bancos también se ha deteriorado de forma evidente en España, donde se calcula que las necesidades de recapitalización ascienden a 100.000 millones de euros, pero también en Italia. Teniendo en cuenta las importantes cantidades de deuda pública que forman parte de los balances de los bancos comerciales, las operaciones de rescate nos parecen inútiles si no se da verdadera prioridad al restablecimiento de las finanzas públicas. Sin embargo, las recientes tendencias macroeconómicas en Europa son especialmente preocupantes, y no solo en los países del sur. Ellas, por sí solas, justificarían iniciativas de calado contra las trabas al crecimiento. Los indicadores adelantados que anticipan la actividad industrial con algunos meses de antelación han pasado al modo «contracción» en todos los países importantes de la zona, aunque el consenso juzgue que la recesión, en sentido estricto, se podrá evitar este año en Alemania y en Francia.

► EE.UU: como habíamos previsto, la economía estadounidense se ralentiza

Como pronosticamos el trimestre anterior, la economía estadounidense sufre una inflexión. La debilidad del crecimiento de la renta disponible ha empezado a lastrar el consumo y provoca decepciones en lo que respecta a la creación de empleo, que ha pasado de un ritmo medio mensual de 250.000 puestos a 100.000 en los últimos 3 meses. Simultáneamente, los indicadores adelantados y de confianza han comenzado o continuado su retroceso. El último índice manufacturero (ISM) nacional ha caído bruscamente en julio por debajo del umbral de los 50, lo que revela la disminución de la actividad después de que muchos indicadores regionales le abrieran el camino a lo largo de los últimos meses. Las previsiones de crecimiento para 2012 y 2013 se revisan lógicamente a la baja con regularidad, y a día de hoy se sitúan en un 2% y 2,3% respectivamente. Aunque las perspectivas siguen siendo positivas a largo plazo, sobre todo en cuanto a los ajustes estructurales que han tenido lugar en la economía estadounidense, a corto plazo son más débiles. No obstante, en un sentido más favorable, destacamos que la bajada de los precios de la energía podría conceder un respiro a los gastos discrecionales de los hogares y que la confirmación del rebote inmobiliario podría influir positivamente en el ánimo de los consumidores. Por otro lado, los Estados Unidos pueden contar con el activismo de la Fed., incluso si es probable que solo intervenga en caso de deterioro manifiesto de la actividad.

► La ralentización económica en los países emergentes ha tomado forma

En los países emergentes, la ralentización de la economía mundial empieza a pesar, en primer lugar, sobre los países exportadores (Corea, Taiwán) y los productores de materias primas (Brasil, Rusia), que sufren debido a la caída de los precios. Sin embargo, en China, la desaceleración económica sigue estando controlada y en un marco orquestado por las autoridades. Para nosotros, el universo emergente sigue siendo el garante de la integridad del sistema económico mundial dada la importancia de los márgenes de maniobra de China, que podrían activarse en caso de dificultades económicas, tanto en el plano presupuestario como monetario. Pero, tras la experiencia de la reactivación masiva de 2008, las autoridades chinas necesitan ver gravemente amenazada su economía antes de decidirse a reconducir la actividad hacia la senda de un crecimiento más dinámico mediante intervenciones de calado. Ahora bien, los datos de los que disponemos indican un crecimiento chino comprendido entre el 7% y el 8%, cifra especialmente satisfactoria ya que permite absorber el sobrecalentamiento inmobiliario y proseguir con la desinflación. Una tasa de crecimiento satisfactoria para los chinos a día de hoy, pero insatisfactoria para el resto del mundo.

► El contexto macroeconómico debería favorecer una tendencia a la apreciación del dólar.

La economía mundial sufre una ralentización generalizada, influida por la crisis en Europa, pero más limitada fuera de ella. Esta situación económica hace muy probable que se prolongue el buen comportamiento de la deuda de emisores públicos que cuenten con una situación presupuestaria sostenible, especialmente teniendo en cuenta que en todas partes parece necesaria una acentuación del deterioro económico para que se decida llevar a cabo nuevas intervenciones monetarias o presupuestarias de envergadura a favor del crecimiento. Asimismo, parece que este inestable equilibrio podría prolongar la tendencia de apreciación del dólar frente al euro y las divisas emergentes de los países más afectados por la ralentización mundial.

II - Estrategia de inversión

I – Renta variable internacional

► Mantenemos nuestro posicionamiento defensivo para el próximo trimestre

Si bien la crisis económica amenaza a Europa, la situación fuera de la zona del euro es más estable. El principal peligro para los inversores de renta variable reside en el riesgo de contagio de la crisis europea al resto del mundo, en un momento en el que Estados Unidos y China podrían mostrarse reticentes a contrarrestar inmediatamente las posibles consecuencias. Así, en Estados Unidos, los márgenes de maniobra presupuestaria son inexistentes y los efectos de la política monetaria dudosos, mientras que en China, la situación económica no justifica a día de hoy ninguna medida de calado para favorecer el crecimiento mundial. El riesgo de turbulencias nos parece muy lejos de estar resuelto de cara a los próximos meses, y orienta nuestra gestión hacia tres ejes principales de acción: en primer lugar, una exposición limitada al riesgo de la renta variable, caracterizada por el predominio del universo emergente. A continuación, una importante exposición al dólar y al yen, divisas capaces de protegernos de los efectos de la crisis europea.

► La temática de la mejora del nivel de vida en los países emergentes se ha reducido ligeramente

En la cartera de Carmignac Investissement, la temática de la mejora del nivel de vida de los países emergentes se ha reducido ligeramente y pasa del 44,2% al 43,3%. Las posiciones bancarias (9,2% de la cartera) se han reducido en China y Brasil. Por el contrario, no hemos modificado la exposición a las marcas mundiales que se benefician del aumento del nivel de vida (11,2% de la cartera), representada sobre todo por los grandes valores del sector del lujo.

► Hemos reforzado tanto la ponderación del oro como los valores defensivos

Los valores defensivos recuperan peso y pasan del 11,8% al 14,3% de la cartera de Carmignac Investissement. Nuestras reservas respecto al crecimiento de los países desarrollados justifican el mayor peso de valores con buena visibilidad y baja volatilidad. También las minas de oro, otra temática defensiva, han sido ligeramente reponderadas, de 10,3 a 11,5% de los activos. El activismo de los bancos centrales en el contexto de tipos extremadamente bajos en el que nos encontramos, debería permitir al metal del oro recuperar de forma decisiva una senda alcista y arrastrar consigo a los productores especialmente penalizados desde hace más de un año por su deficiente control de costes.

► La partida de recursos naturales se ha reducido ligeramente, al igual que la de la innovación

La temática de los recursos naturales ha sido reducida ligeramente y pasa del 21,9% al 20,4% de los activos de Carmignac Investissement. La energía representa el 15,5% de la cartera y los metales el 4,9%. La temática de la innovación ha pasado del 9,7% al 7,4% de la cartera debido a la disminución en cartera de Apple, como resultado de su excepcional trayectoria, y a la liquidación integral de la empresa de servicios informáticos india Infosys, cuyo modelo de desarrollo nos parece comprometido, después de tantos años excepcionales.

II – Motores de rentabilidad de la renta fija

► Mantenemos un posicionamiento prudente

El riesgo de desaceleración económica se suma a nuestras inquietudes en relación con la situación europea, lo que nos hace reforzar la vigilancia. En este sentido, comenzamos el trimestre con una postura prudente en las tres clases de activos: la renta variable, los productos de renta fija y las divisas. Nos preocupa especialmente que las respuestas políticas no puedan cumplir con las expectativas de los mercados durante el tiempo suficiente, mientras que el riesgo económico se va perfilando. De cara al próximo trimestre, hemos revisado nuestra convicción relativa al debilitamiento del euro, una perspectiva reforzada por nuestras expectativas de que el BCE continúe bajando los tipos. Nuestro convencimiento de que el dólar seguirá revalorizándose es más firme que respecto al yen, por lo que tenemos previsto gestionar más activamente nuestra exposición a la moneda nipona. Finalmente, la liquidez ha aumentado a lo largo del trimestre del 17,6% al 21,4% de la cartera de Carmignac Patrimoine.

► La asignación a la deuda corporativa ha disminuido ligeramente

A lo largo del trimestre que termina, la contribución de esta partida ha sido positiva. Así, a pesar de la ampliación de los diferenciales de la deuda corporativa, la contribución vinculada con el arbitraje y la apreciación de la divisa respecto del 6,8% de deuda corporativa que tenemos en dólares han permitido que nuestras posiciones en este activo arrojaran una rentabilidad positiva. La degradación del crecimiento mundial nos ha llevado a ajustar las exposiciones en Carmignac Patrimoine, reduciendo especialmente el peso en el sector de las materias primas. Asimismo, hemos recogido beneficios de determinados emisores de primer rango cuyas valoraciones se habían encarecido.

► Hemos reforzado la exposición a la deuda pública.

La partida de deuda pública de los países desarrollados ha aumentado del 11,8% al 17,26% de los activos de Carmignac Patrimoine. Esta asignación está concentrada exclusivamente en la deuda de primer rango alemana y estadounidense. Dada la ralentización económica en curso, la Fed deja entender que podría tomar otras medidas de tipo expansivo, si fuese necesario. ¿A partir de qué umbral se considerará necesario actuar? Esta cuestión sigue siendo muy delicada, especialmente por la proximidad de las elecciones presidenciales. Por su parte, el BCE ha vuelto a suavizar las condiciones relativas a las garantías admitidas en las operaciones de refinanciación, al aceptar desde ahora un abanico más amplio de títulos garantizados. Pero lo más relevante ha sido su anuncio el 5 de julio de una bajada de 25 puntos básicos de su tipo de referencia, que pasa del 1% al 0,75%. Teniendo en cuenta las incertidumbres que pesan sobre el apoyo, probablemente creciente, que Alemania deberá prestar para solucionar la crisis europea, nos decantamos por la deuda pública estadounidense. La partida de deuda pública emergente, por su parte, ha evolucionado muy ligeramente del 2,4% al 3,1% (del que el 2,6% está invertido en deuda local emergente).

Redactado el viernes 25 de julio de 2012

Relaciones con la prensa:

CARMIGNAC GESTION

Marie VANBREMEERSCH

Tel: +33 1 70 92 33 85

mvanbremeersch@carmignac.com

GRUPO ALBION

Nuria ZAPICO

Tel: +34 91 531 23 88

nzapico@grupoalbion.net

Alejandra Moore Mayorga

Tel: +34 91 531 23 88

amoore@grupoalbion.net

Acerca de Carmignac Gestion

Carmignac Gestion, fundada en 1989 por Edouard Carmignac, figura en la actualidad entre las principales gestoras de activos independientes de Europa. Los directivos y empleados ostentan la titularidad de la totalidad del capital social. La distribución del accionariado refleja la independencia de la sociedad y el espíritu emprendedor de sus empleados. Este valor fundamental garantiza la libertad indispensable para la existencia de una gestión eficiente y reconocida.

Carmignac Gestion, que gestiona activos por valor de mas de 50.000 millones de euros, ha desarrollado una oferta completa integrada por 18 OICVM de renta variable, renta fija y diversificados, así como una oferta de gestión bajo mandato que responde adecuadamente a las expectativas de los inversores. Nuestros fondos se comercializan activamente en 11 países europeos: Francia, Luxemburgo, Suiza, Bélgica, Italia, Alemania, España, Países Bajos, Austria, Suecia y el Reino Unido. En el marco de su desarrollo internacional, Carmignac Gestion cuenta con dos filiales en Luxemburgo y Fráncfort, tres oficinas en Madrid, Milán y Londres, y ha procedido al registro de toda su gama de fondos en Singapur para ponerla a disposición de los profesionales de la inversión de este país

Información importante

El presente documento no constituye una recomendación de inversión ni un análisis financiero. Ninguna información contenida en el presente documento deberá ser interpretada como portadora de algún valor contractual. El presente documento se ha elaborado a título meramente informativo. Carmignac Gestion no se responsabilizará de ninguna decisión adoptada o no adoptada en función de la información contenida en este documento, ni tampoco del uso del mismo por un tercero. El presente documento no podrá utilizarse con ningún objetivo distinto de aquél para el que ha sido concebido, y no podrá reproducirse, difundirse ni comunicarse total o parcialmente a terceros sin previa autorización por escrito por parte de Carmignac Gestion.