

## CARMIGNAC PATRIMOINE: SIEMPRE EN LA DIRECCIÓN CORRECTA

18.04.2017

**El posicionamiento de Carmignac Patrimoine es fiel reflejo de su filosofía de gestión global a través de una asignación diversificada y equilibrada. La estructuración de nuestra cartera tiene como objetivo optimizar nuestra visión del ciclo en los componentes de renta fija y variable, así como aprovechar las oportunidades de generación de alfa.**

### POSICIONES TOP-DOWN: LA TEMÁTICA DE LA REACTIVACIÓN ECONÓMICA

Ampliación de la recuperación cíclica mundial, caracterizada por una sincronización progresiva y un repunte de la inflación más allá de los efectos «de base».

#### Renta variable

- Mayor selectividad en el mercado estadounidense tras unos sólidos resultados.
- Aprovechar la positiva dinámica interna que respalda al sector energético más allá de la temática de la reactivación económica.
- Mantener nuestras inversiones financieras en Japón e incrementar la exposición a los mercados europeos.

#### Renta fija

- Conservar una estrategia de duración modificada reducida\*, con una gestión activa a través de contratos de futuros sobre deuda pública estadounidense y alemana.
- Mantener algunos bonos del Tesoro vinculados a la inflación en Estados Unidos.

# POSICIONES TOP-DOWN: OPORTUNIDADES EN LOS MERCADOS EMERGENTES

La conjonction d'une croissance mondiale plus soutenue et du stimulus chinois devrait soutenir l'univers d'investissement.

## Renta variable

---

Reforzar nuestra exposición a la India y mantener nuestras posiciones a largo plazo basadas en sólidas convicciones.

## Renta fija

---

Conservar nuestra exposición a la deuda pública y corporativa del universo emergente, priorizando los emisores vinculados a las materias primas (como Brasil y México).

## CONVICCIONES « BOTTOM-UP »

### Renta variable

---

Bénéficier des opportunités au sein de quatre secteurs qui façonneront le monde de demain : communications, médias, internet et technologies de l'information. Ces derniers tirant parti d'un environnement propice aux fusions et acquisitions

### Renta fija

---

Favoriser de manière sélective le crédit bancaire européen (un des rares segments du crédit bénéficiant d'une tendance de long terme de réduction du levier financier) et les obligations adossées à des prêts bancaires (CLOs)

## GESTIÓN DEL RIESGO

- Estructuración sólida y equilibrada de la cartera.
- Más allá de las incertidumbres políticas a corto plazo, reducir de forma táctica nuestra exposición a la renta variable e incrementar la duración modificada\*.

HERRAMIENTAS: exposición al oro, uso potencial de opciones en función de las condiciones del mercado, gestión activa de la renta variable, exposiciones a divisas y duración modificada\*.

Actualmente, los mercados financieros están experimentando un crecimiento sincronizado, que resulta favorable para los activos de riesgo. Entre la ampliación de la recuperación cíclica y los contratiempos políticos, los componentes de renta variable y renta fija de Carmignac Patrimoine giran principalmente en torno a temáticas macroeconómicas y oportunidades bottom-up. Estas estrategias no correlacionadas resultan clave para gestionar los riesgos en el marco del Fondo y emanan de las sinergias generadas entre los equipos Multiactivo, de Renta variable y de Renta fija.

## **Carmignac Patrimoine: siempre en la dirección correcta**

### **La apuesta por la reactivación económica**

Esta recuperación cíclica continuada, que se vio reforzada hace un año por los estímulos procedentes de China cuando el ciclo estadounidense estaba tocando fondo, ha impulsado a los mercados financieros. El mayor crecimiento económico a escala mundial, la continuidad de las políticas monetarias acomodaticias en Europa y Japón, así como la previsión de nuevas medidas de estímulo presupuestario deberían seguir favoreciendo a las plazas bursátiles, sobre todo a determinados segmentos cíclicos, como los títulos vinculados a las materias primas y los financieros. No obstante, los inversores deberían tener en cuenta que la selectividad continúa siendo un factor clave.

Puesto que los mercados estadounidenses han liderado el repunte, cabe la posibilidad de que asistamos a una rotación de la renta variable estadounidense a la europea y emergente. Por tanto, hemos comenzado a reducir nuestra exposición a la bolsa estadounidense centrándonos en los componentes con el mayor potencial de crecimiento.

En lo referente al sector energético, ante la disciplina continuada que observamos entre los miembros de la OPEP, así como la positiva tendencia de la demanda mundial (+1,3 % interanual), mantenemos una visión positiva sobre la evolución de los precios del petróleo. Además, el estancamiento de la oferta no proveniente de la OPEP podría derivar en un déficit el próximo verano, normalizando así las existencias de cara al otoño. Sin embargo, el mercado del crudo podría mantener la volatilidad a causa de la incertidumbre en torno al incremento de la producción de petróleo de esquisto en Estados Unidos. Por consiguiente, mantenemos nuestra selectividad y centramos nuestra exposición al sector energético en empresas de gran calidad y poco endeudadas que operan principalmente en la cuenca Pérmica, el principal yacimiento de esquisto estadounidense a la cabeza de la recuperación petrolera del país.

Por otro lado, puesto que el sector financiero quedó rezagado frente a la apuesta por la energía a finales de 2016, aún existen diversas oportunidades en el universo bancario, sobre todo en Europa y Japón, donde las valoraciones continúan siendo interesantes. Además de beneficiarse de la aceleración del crecimiento y de la inflación, el sector también se verá impulsado por la posible relajación de las normativas bancarias.

Nuestra exposición a títulos financieros representa el 7,9 % de Carmignac Patrimoine (a 31/03/2017) y se centra principalmente en entidades bancarias japonesas. Al operar en el contexto de tipos de interés más

bajos del mundo, estos bancos están posicionados para sacar partido de la incipiente subida de tipos a escala mundial. Aun así, cabe destacar que sus acciones cotizan, de media, con un descuento del 40 % respecto de sus correspondientes patrimonios netos. Bank of America, uno de los bancos mejor preparados para aprovechar la subida de la inflación y de los tipos de interés en Estados Unidos, también merecía ser incorporado a la cartera.

En Europa, las incertidumbres políticas han limitado la rentabilidad del mercado, pese a la mejora de la situación macroeconómica y de los datos empresariales. Así pues, hemos invertido en el sector bancario europeo. Sin embargo, dado que el modelo de negocio de los bancos del Viejo Continente se nos antoja menos interesante, hemos optado por invertir a través de un índice bancario con vistas a mantener la flexibilidad. Para sacar partido de un positivo dinamismo generalizado, hemos comenzado a reforzar ligeramente nuestra exposición, sobre todo a través del sector del consumo discrecional.

El repunte del crecimiento también está acompañado de un aumento de la inflación, que no sólo es atribuible a los efectos de base. El encarecimiento de la energía y los alimentos suele extenderse a los componentes rezagados del índice de precios al consumo. La prolongación de este ciclo alcista avala el posicionamiento prudente en nuestra cartera de renta fija, que se traduce en la estrategia de duración reducida\* que implantamos el verano pasado. No obstante, ajustamos tácticamente nuestras posiciones cortas en deuda pública estadounidense y alemana para capear los riesgos de medidas políticas asociados al presidente Trump, así como para hacer frente a las próximas citas electorales en Europa.

## Oportunidades en los mercados emergentes

En el universo emergente, el aumento del crecimiento y la normalización de la inflación deberían impulsar la recuperación de los beneficios empresariales y, por tanto, resultar favorables para nuestra exposición a la renta variable emergente, dividida entre oportunidades macroeconómicas y convicciones de selección de valores a largo plazo.

Tras los resultados de las elecciones estatales en la India, el primer ministro Narendra Modi continuará implantando políticas positivas para el sector privado que deberían arrojar un sólido crecimiento económico y aupar los mercados bursátiles. Así pues, hemos aumentado ligeramente nuestra exposición a la renta variable india.

En México, Cemex es una apuesta macroeconómica, ya que debería ser una de las primeras beneficiarias del aumento de la inversión en infraestructuras a escala mundial. Por último, MercadoLibre, un destacado actor del comercio electrónico en Latinoamérica, debería beneficiarse de una marcada infrapenetración de las ventas online en la región.

En el componente de renta fija, mantenemos nuestra exposición a la deuda emergente, tanto pública como corporativa. Seguimos priorizando las emisiones vinculadas a las materias primas, como las de Brasil, México o Pemex. Hemos sido testigos de una divergencia en los datos de inflación en el universo emergente, donde los países menos rentables (generalmente, los importadores de materias primas como Europa central, China, Corea, etc.) han registrado una subida de la inflación, mientras que los países más rentables (habitualmente,

los exportadores de materias primas, como Rusia, Brasil, Colombia, etc.) han puesto en marcha procesos de desendeudamiento y están experimentando un descenso de la inflación.

## Convicciones bottom-up

El regreso de un ciclo económico más normalizado debería hacer de la selección de valores el principal motor de rentabilidad. Esto contrasta claramente con la situación de los últimos años, en los que las notables intervenciones de los bancos centrales generaron constantes cambios en las previsiones de liquidez, lo que a su vez hizo que las tendencias de los mercados bursátiles dependieran de la inversión en fondos indexados.

Las empresas revolucionarias en el sector de TI representan una apuesta a largo plazo basada en sólidas convicciones en nuestros Fondos mundiales. Si bien los valores tecnológicos de crecimiento cotizan con prima respecto del PER del mercado, ante un contexto de crecimiento estructural relativamente reducido en todo el mundo y unos modelos de negocio basados en la revolución de los modelos anteriores, pensamos que estas valoraciones están justificadas. El sector tecnológico de crecimiento se ha anotado una sólida evolución desde comienzos de 2017. Actualmente, estamos posicionados en cuatro segmentos que darán forma al mundo del futuro: comunicación, medios, Internet y TI. La presidencia de Trump podría beneficiar a estos sectores, mediante las propuestas de reducción de los tipos impositivos para las empresas, favorables tanto en términos de repatriación de efectivo depositado en el extranjero como de desregulación. Junto con la tendencia de convergencia sectorial, esto debería generar un contexto propicio para grandes operaciones de fusiones y adquisiciones en EE. UU. más avanzado el año.

En lo que respecta a la renta fija, si la inflación subyacente en Europa repunta con más fuerza, y de forma más sostenible, de lo que reflejan las previsiones de consenso, el nerviosismo reinante en el mercado acerca de una posible finalización de las compras de activos del BCE antes de lo previsto exigirá una asignación más prudente a la deuda corporativa. Asimismo, los indicadores de esta clase de activos se están deteriorando y el perfil de riesgo/rentabilidad se está tornando cada vez menos atractivo a escala mundial. Esto nos lleva a realizar algunas recogidas de beneficios. Sin embargo, todavía existen oportunidades. Desde el verano de 2012, nos hemos beneficiado de nuestra considerable exposición a los bancos europeos en toda la estructura de capital. Los catalizadores de esta temática siguen vigentes: los bancos europeos son uno de los pocos sectores de la deuda corporativa mundial que llevan años reduciendo visiblemente el apalancamiento. Los cambios normativos han arrojado siete años de reducción del endeudamiento y el riesgo, una tendencia que probablemente continuará hasta 2019. En concreto, creemos que los bonos subordinados de los bancos están especialmente baratos en términos absolutos, pero también frente a los bonos de alto rendimiento del sector industrial. Por último, seguimos priorizando los bonos garantizados. Sigue siendo una clase de activos perjudicada, en la que las restricciones normativas y las cicatrices de la crisis nos permiten beneficiarnos de unos diferenciales muy atractivos.

## Gestión de riesgos

Si bien esta reactivación económica es un fenómeno mundial —del que el «factor Trump» no es más que un componente—, no debería eclipsar los riesgos a los que los mercados podrían hacer frente en los próximos meses. En Europa, las próximas citas electorales hacen que las incertidumbres políticas sigan presentes. En Estados Unidos, estamos asistiendo a una mayor incertidumbre acerca de la capacidad del Gobierno del presidente Trump para aplicar reformas. Como ya ocurriera con los riesgos políticos en 2016, nos basamos principalmente en una estructuración adecuada de la cartera, supervisada mediante pruebas de solvencia, con vistas a brindar robustez en caso de acontecimientos adversos. En las próximas semanas, monitorizaremos activamente nuestras posiciones. Las herramientas que usaremos dependerán de las condiciones del mercado. Podríamos considerar el uso de instrumentos con opciones, instrumentos de delta-1 (futuros) y divisas, en función de los costes y el riesgo de pérdida de valor hasta vencimiento.

Hoy en día, ante los inminentes comicios en Francia, aumentan las probabilidades de turbulencias en los mercados bursátiles, de posturas acomodaticias por parte de los bancos centrales, y de una cierta debilidad en el euro. Así pues, si bien nuestro análisis de fundamentales permanece intacto, ante este periodo de incertidumbre puede que optemos por ajustar tácticamente nuestro posicionamiento de mercado. A principios de abril, hemos reducido nuestra exposición a la renta variable, en concreto cubriendo nuestra exposición europea con la implantación de varias estrategias de opciones con objetivos técnicos en función de las diferentes hipótesis. También podemos utilizar nuestra exposición a divisas como herramienta táctica para gestionar los riesgos de la cartera. No obstante, los riesgos políticos no deben eclipsar el fenómeno económico caracterizado por una sólida recuperación a escala mundial. El ciclo seguirá predominando en nuestras decisiones de gestión.

Fuente: Carmignac, a 12/04/2017



## **Contenido Relacionado**

[Especialización en deuda corporativa](#)

\*Duración: la duración de una obligación corresponde al periodo después de que su rentabilidad no se ve afectada por las variaciones de los tipos de interés. La duración se entiende como la vida media actualizada de todos los flujos (interés y capital).

Artículo promocional.

Este artículo no puede reproducirse ni total ni parcialmente sin la autorización previa de la sociedad gestora. No constituye asesoramiento de inversión. Las rentabilidades históricas no garantizan rentabilidades futuras. La mención a determinados valores o instrumentos financieros se realiza a efectos ilustrativos, para destacar determinados títulos presentes o que han figurado en las carteras de los Fondos de la gama Carmignac. Ésta no busca promover la inversión directa en dichos instrumentos ni constituye un asesoramiento de inversión. La Gestora no está sujeta a la prohibición de efectuar transacciones con estos instrumentos antes de la difusión de la información. Las carteras de los Fondos Carmignac podrían sufrir modificaciones en todo momento. El acceso a los fondos Carmignac puede ser objeto de restricciones para determinadas personas o en determinados países. Estos Fondos no están registrados en Norteamérica ni en Sudamérica. Los Fondos no han sido registrados de conformidad con la US Securities Act of 1933 y 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 FATCA. En España, el Fondo se encuentra registrado ante la Comisión Nacional del Mercado de Valores de España, con el número 386. El fondo no garantiza la preservación del capital. Los riesgos, gastos corrientes y otros gastos se describen en el documento de datos fundamentales para el inversor (DFI). El folleto, el DFI, los estatutos de la sociedad o el reglamento de gestión y los informes anuales del Fondo se pueden obtener a través de la página web [www.carmignac.es](http://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 del DFI y una copia del último informe anual.