

## Secondo trimestre 2010

# Prospettive economiche e strategia d'investimento

### I – Prospettive economiche

#### ► Confermata la ripresa economica negli Stati Uniti

Negli Stati Uniti la crescita si è rafforzata, trasformandosi in autentica ripresa (oltre il 3% di crescita prevista nel 2010 e 2011). Sono stati creati nuovi posti di lavoro e gli utili delle imprese (stime riviste al +27%) sembrano spronarle a lanciarsi in un nuovo ciclo di investimenti. Contemporaneamente, è senza dubbio in corso la riduzione dell'effetto leva dell'economia americana, anche se il riassorbimento del debito delle società finanziarie e non finanziarie nonché quello delle famiglie richiederà del tempo. L'economia americana sembra aver innescato una dinamica virtuosa, alimentata dal rialzo degli utili, degli investimenti e dell'occupazione e compensando gli effetti del calo dell'indebitamento privato. Il potenziale di un'autentica crescita autoalimentata oltreoceano non sembra più così lontano, tanto è vero che il rimbalzo in corso sembra già contribuire a una stabilizzazione del deficit di bilancio.

#### ► Con l'accelerazione della crescita nei paesi emergenti si assiste a una ri-sincronizzazione dell'attività mondiale

Nei paesi emergenti la crescita, già marcata, si è ancor più accelerata: la Cina non è più l'unico paese con un ritmo di attività elevato; l'India (+8%) e il Brasile (+7%) non sono da meno. Nel trimestre appena trascorso, la crescita mondiale ha pertanto assunto un certo rilievo: un avanzamento di circa il 4% nel 2010 (rispetto al 5% degli anni precedenti la crisi) sembra ora raggiungibile. Per quanto riguarda i mercati, tra i loro livelli minimi registrati rispettivamente a ottobre 2008 e marzo 2009 e i livelli di fine marzo 2010, l'indice Morgan Stanley dei paesi emergenti si è apprezzato del 126%, l'indice americano Standard and Poor's 500 del 76% e l'Eurostoxx del 66%. I mercati azionari hanno pertanto convalidato chiaramente l'ottimismo da noi testimoniato nei loro confronti dal mese di marzo 2009, allorquando avevamo basato la nostra previsione di ritorno alla crescita economica sull'attuazione di politiche di bilancio e monetarie espansionistiche che non avrebbero frenato l'inflazione

#### ► La zona euro sotto forte pressione

In Europa i deficit pubblici, che si sono amplificati in reazione alla crisi, rivelano situazioni insostenibili in alcuni Stati membri. Dal canto suo, La Bce è costretta a perseguire una politica monetaria accomodante. Al di là della Grecia, la deriva delle finanze pubbliche sembra oramai difficilmente tollerabile per i mercati: il Portogallo, la Spagna, l'Italia e perfino la Francia si confrontano con l'imperiosa necessità di riassorbire i propri deficit e debiti pubblici in un contesto già reso recessivo dalla riduzione dei crediti bancari e dall'indebitamento delle società. L'assenza di una politica comune o quantomeno concertata si aggiunge alle difficoltà, impedendo l'attuazione di un dispositivo economico europeo capace di attenuare gli effetti frenanti indotti dal futuro trinceramento fiscale imposto dal mercato del debito pubblico di Stato. In un tale contesto, ci appare difficilmente evitabile il prosieguo della flessione dell'euro.

► I paesi emergenti gestiscono abilmente le pressioni inflazionistiche

Considerando la loro marcata crescita, i paesi emergenti fanno fronte a pressioni inflazionistiche. Anche se risulta verosimile che la Banca centrale indiana, nonostante l'impressionante percorso in materia di politica monetaria sia oggi leggermente in ritardo nella lotta contro l'aumento dei prezzi, riteniamo che le autorità cinesi gestiscano abilmente le tensioni che vengono a galla. Restie ad aumentare i propri tassi di riferimento, esse hanno rialzato il coefficiente di riserve obbligatorie di 100 punti base, hanno adottato misure specifiche contro la speculazione immobiliare e hanno disposto la riduzione del 40% del tasso di crescita dei crediti concessi al settore privato. Con ogni probabilità questi provvedimenti cinesi saranno presto rafforzati senza poter escludere la possibilità di aumento dei tassi di riferimento. Tuttavia, come dimostrano i casi dell'Australia o dell'India, un moderato aumento dei tassi di riferimento, ritenuto opportuno dai mercati, non preclude il prosieguo del rialzo dei mercati azionari. D'altronde, l'arma finale delle autorità cinesi contro il rischio inflazione è la rivalutazione dello yen. A fronte della recente riduzione delle pressioni esterne, soprattutto statunitensi, a favore di una decisione cinese in tal senso, è probabile che una tale decisione prenda forma in un futuro relativamente prossimo. La ripresa della rivalutazione dello yen costituirà un'ulteriore tappa nel riequilibrio globale, che vedrà davvero la Cina come protagonista assoluta.

## II - Strategia di investimento

### I - Titoli azionari internazionali

► Un'esposizione agli attivi denominati in dollari e valute emergenti

All'inizio dell'anno si sono dissolte quasi tutte le riserve che nutrivamo nei confronti dei mercati azionari, e per questo abbiamo deciso di investire la maggior parte delle nostre liquidità e sottoscrizioni raccolte nel corso di questo primo trimestre. Inoltre, la nostra diffidenza nei confronti dell'euro ci ha indotto a coprire la totalità delle posizioni in Europa tramite un acquisto equivalente di dollari: il portafoglio di Carmignac Investissement è così interamente esposto al dollaro o a valute emergenti.

► Resta centrale il tema del miglioramento del tenore di vita nei paesi emergenti

Il tema dell'innalzamento del livello di vita nei paesi emergenti resta il tema più importante nell'ambito della nostra gestione globale. All'interno di Carmignac Investissement, questo tema è passato dal 24,3% al 27,6% del patrimonio. Cogliendo le opportunità offerte dalla debolezza temporanea del mercato cinese, abbiamo rafforzato l'insieme dei nostri titoli cinesi esistenti e costituito una posizione nel costruttore di automobili Byd Co, detentore di un'interessante tecnologia di batterie al litio, e in Wynn Macao, particolarmente ben posizionato per beneficiare del boom reale del settore dei giochi. Abbiamo abbozzato un rientro in Indonesia, poiché ci sembra confermato il miglioramento delle previsioni, per il tramite del conglomerato Astra International e della banca Bank Central Asia. In India abbiamo integrato nel portafoglio il primo promotore immobiliare, DLF Limited.

► I titoli americani sono stati rafforzati

Nel corso del trimestre scorso si è confermata la crescita americana; tale tema riguarda ormai il 9,2% del portafoglio di Carmignac Investissement. Creato nel corso dell'ultimo trimestre del 2009, esso vantaggio è stato completato da una nuova posizione in azioni Delta Airlines, la cui leva operativa e finanziaria dovrebbe favorire un buon andamento borsistico. Il tema delle banche anglosassoni (8,6%) è costituito ormai esclusivamente da titoli americani, dopo la cessione totale della posizione Barclays. Il sensibile miglioramento dell'attività nel suo insieme permette alle banche americane di far fronte alle perdite future dell'immobiliare commerciale, pur confermando il miglioramento della propria redditività, nettamente sottovalutata da mercati frenati dai timori relativi ai progetti di regolamentazione bancaria. Complessivamente, questi due temi americani rappresentano oramai il 17,8% del portafoglio di Carmignac Investissement.

► È stata ricostituita l'esposizione alle miniere d'oro

Il segmento miniere d'oro, sensibilmente ridotto lo scorso dicembre, è stato ricostituito (passato dal 4,3% al 10,8%). Il prevedibile peggioramento della crisi dei crediti sovrani favorisce la ripresa del metallo giallo. Abbiamo provveduto a rinforzare i nostri investimenti esistenti, ripreso posizioni sulle due miniere principali, Barrick Gold Corp e Newmont Mining, e introdotto Red Back Minino, i cui giacimenti ci sembrano particolarmente promettenti.

## II - Motori di performance obbligazionarie

► Titoli di Stato: ci teniamo rigorosamente al di fuori dei crediti a basso rating

A fronte dell'aumento dei costi di finanziamento di alcuni Stati comparso in questo inizio di anno, ci terremo rigorosamente alla larga degli emettenti a basso rating. Non siamo stati colpiti direttamente dalla crisi dei titoli sovrani europei; abbiamo comunque fatto la scelta ortodossa di sostituire la nostra allocazione in obbligazioni francesi con scadenza superiore a un anno con Bund tedeschi. La nostra sensibilità dovrebbe attestarsi tra 2 e 4 nel corso del trimestre.

► Valute: approfittare del ribasso dell'euro nei confronti del dollaro e delle valute emergenti

Le maggiori opportunità di plusvalenze dovrebbero, a nostro avviso, essere generate dal mercato dei cambi, nel quale la continua flessione dell'euro ci appare difficilmente evitabile, e dovrebbe essere ancora amplificata a fronte di una selezione di valute emergenti il cui miglioramento dei fondamentali si afferma di giorno in giorno. Considerando ormai la debolezza dell'euro come strutturale, la parte del portafoglio di Carmignac Patrimoine denominata nella valuta europea corrisponde a non più del 20%. Il portafoglio è invece investito per il 50% nella zona dollaro, al fine di beneficiare del differenziale di crescita a favore dell'economia americana. Il segmento debiti locali è stato altresì rinforzato nella misura del 6% del patrimonio del Fondo. Il rafforzamento di tale segmento permette infatti di beneficiare sia di tassi di remunerazione elevati sia dell'apprezzamento di queste valute. Il segmento è ripartito tra 4 paesi: Brasile, Turchia, Polonia e Messico.

► **Obbligazioni societarie: prospettive apportate dal miglioramento dell'attività e dei bilanci degli emittenti**

Nell'ambito di Carmignac Patrimoine, il segmento delle obbligazioni societarie ha registrato un leggero rialzo dal 30% al 36%. I nostri investimenti si sono concentrati sulle zone da noi ritenute più promettenti: i paesi emergenti e gli Stati Uniti. Pertanto, il 6% del nostro portafoglio è oramai investito in aziende americane. Contiamo di riappropfitare dell'apprezzamento del dollaro americano, ma anche dei fondamentali sani delle aziende di oltreoceano: a fine marzo 2010 le aziende americane dell'indice di borsa S&P 500 hanno riportato una posizione di liquidità pari a 831 miliardi di dollari, ovvero un nuovo massimo storico. A livello globale, la leva finanziaria (debiti rapportati al risultato lordo di gestione) delle aziende è anch'essa in calo, segno che le aziende sono riuscite a ridurre l'indebitamento in una congiuntura difficile. Le obbligazioni societarie dei paesi emergenti rappresentano il 6% del portafoglio. Denominate principalmente in dollari o euro, beneficiano spesso di tutele migliori (aumento delle cedole in caso di abbassamento dei rating, ecc.), di remunerazioni superiori e di un contesto macro-economico favorevole. L'allocazione principale di Carmignac Patrimoine (pari al 24% degli attivi) resta ancora concentrata sulle aziende europee di primo piano, ma tale ponderazione dovrà continuare ad essere ridotta in maniera progressiva.

**Contatti per la stampa:**

**CARMIGNAC GESTION**

Josipa FINK

Tel: +33 1 70 92 33 74

[jfink@carmignac.com](mailto:jfink@carmignac.com)

**TWISTER**

Viviana MEROTTO / Claudia CARACAUSI

Tel: +39 02 43 81 14 213

[vmerotto@twistergroup.it](mailto:vmerotto@twistergroup.it)

[ccaracausi@twistergroup.it](mailto:ccaracausi@twistergroup.it)

***A proposito di Carmignac Gestion***

Fondata nel 1989 da Edouard Carmignac, Carmignac Gestion è attualmente una delle principali società di gestione indipendenti in Europa. Il capitale è interamente detenuto dai dirigenti e dai dipendenti. In questo modo l'azienda garantisce la sua esistenza a lungo termine, grazie ad un azionariato stabile che ne riflette lo spirito di indipendenza. Si tratta di un valore essenziale per l'azienda, in quanto ne garantisce la libertà di cui necessita per condurre una gestione di portafoglio performante e rinomata.

Con 40 miliardi di euro di attivi in gestione, Carmignac Gestion propone 19 fondi in tutte le categorie di attivi, sia che si tratti di fondi azionari o bilanciati ai quali si aggiungono le offerte di gestione su mandato.

I nostri fondi sono attivamente distribuiti in 11 paesi: Francia, Lussemburgo, Svizzera, Belgio, Italia, Germania, Austria, Spagna, Paesi Bassi, Svezia e Singapore. Nel quadro del suo sviluppo internazionale, l'azienda dispone dal 1999, di una filiale in Lussemburgo e ha aperto due uffici di rappresentanza a Madrid e a Milano nel 2008.