

Carmignac Gestion

Prospettive economiche e strategia d'investimento per il 2010

I - Le prospettive economiche nel 2010

► Conferma della ripresa economica negli Stati Uniti

In questo inizio anno, si conferma la ripresa di una congiuntura economica più positiva nei paesi sviluppati, in particolare negli Stati Uniti. Dopo avere distrutto 7,2 milioni di posti di lavoro in soli 18 mesi, l'economia americana esprime segni di stabilizzazione del tasso di disoccupazione. Essendo molto improbabile che il cumulo dei guadagni di produttività possa proseguire a ritmo così elevato rispetto a quello registrato negli ultimi nove mesi (con una media trimestrale del 7%), nel prossimo trimestre ci sembra inevitabile una forte ripresa delle assunzioni. Grazie agli effetti positivi espliciti sul morale dei consumatori, sui redditi e, di conseguenza, sui consumi, questo miglioramento della situazione occupazionale potrebbe amplificare la ripresa in corso. Il prevedibile aumento della domanda finale che ne deriva sembra fin d'ora incitare le imprese a una ricostituzione delle scorte, tendenza che dovrebbe contribuire a un recupero del PIL. Per questo, al di là di questo rimbalzo di breve termine, nel medio periodo la crescita resterà timida.

► Ancora timida la crescita dei paesi sviluppati

Se la ripresa economica nei paesi sviluppati sembra bene avviata, permangono numerosi ostacoli che frenano una ripresa solida a medio termine. Le banche, più esigenti sulla qualità creditizia degli emittenti, preferiscono ricostituire solvibilità acquistando titoli di Stato a un costo vicino allo zero anziché aumentare il portafoglio prestiti. Questa contrazione del credito bancario, benché in parte compensata dal ricorso ai mercati obbligazionari o azionari, riduce il potenziale di crescita economica. Pertanto, dopo essere stato stimolato dal congegno fiscale a favore degli acquirenti di prima casa americani, il mercato dell'edilizia abitativa mostra nuovi segni di fragilità. Infine, anche se il degrado del mercato del lavoro negli USA sembra essersi arrestato, resta il fatto che il tasso di disoccupazione "reale", vale a dire tenendo conto del numero di disoccupati o di coloro che sono costretti a occupazioni part-time, è più vicino al 17% della popolazione attiva che il 10% riportato dalle stime ufficiali.

► Una crescita lenta che consente il mantenimento di politiche accomodanti e allontana i rischi d'inflazione

La debolezza del mercato del lavoro, comune a tutti i paesi sviluppati, continuerà a esercitare pressioni al ribasso sulle remunerazioni. Non è quindi il caso di temere un'impennata dei prezzi al consumo, esclusi alimentari ed energia. In tale contesto, le autorità sembrano considerare legittimo il mantenimento di politiche monetarie accomodanti, per assicurarsi che l'annullamento degli stimoli fiscali e monetari non sia attuato prima che abbia preso piede nel settore privato una dinamica di crescita in grado di autoalimentarsi. Senza un fattore di inerzia positiva, la crescita rischierebbe infatti di essere immediatamente interrotta dalla cessazione degli stimoli. Dai recenti discorsi delle autorità monetarie dei principali paesi sviluppati si evince

che non ritengono sia ancora giunto il momento di porre fine alle misure di sostegno dell'attività, anche se il FMI pare intenzionato a rivedere al rialzo le previsioni di crescita mondiale per il 2010 oltre il 3,1%.

► **Risincronizzazione della crescita mondiale**

Alla ripresa della crescita americana, accompagnata in misura minore dai principali paesi europei, si aggiunge il vigore dei grandi paesi emergenti e/o esportatori di materie prime. Inevitabilmente, la forte ripresa dell'attività di Cina, India e Brasile suscita tensioni inflazionistiche e rischi di surriscaldamento. Se, per tenere sotto controllo le tensioni inflazionistiche in questi paesi si renderanno necessarie politiche monetarie più restrittive, quest'ultime non metteranno a rischio il proseguimento della crescita.

► **Il comportamento dei mercati sarà più dettato dai fondamentali**

Il rialzo dei mercati azionari che, da marzo, è stato per lo più sostenuto dalle ingenti iniezioni di liquidità da parte delle Banche centrali, sta diventando più fondamentale, più legato a un andamento congiunturale ritenuto più favorevole. Anche a fronte di un avvicendamento del traino, che passa dall'abbondante liquidità a una crescita economica effettiva, il contesto ci sembra ancora propizio agli investimenti azionari. I rischi connessi a questo cambiamento di regime – cessazione degli stimoli e rialzo dei tassi – sono reali ma, se si impone maggiore cautela nella scelta, la selezione di titoli in un universo a due velocità sulla base dei risultati stimati è più agevole man mano che l'allontanarsi della crisi rende meno aleatoria l'elaborazione di stime.

II - Strategia d'investimento per il 2010

I – Azioni internazionali

► **Seppure timida, la crescita nei paesi sviluppati consentirà un forte aumento degli utili**

Se la crescita dei paesi sviluppati resta ancora lenta, dovrebbe comunque portare a un deciso recupero della capacità di guadagno delle imprese. Infatti, i drastici tagli di costi realizzati dalle aziende (massiccia riduzione delle giacenze, licenziamenti, riduzione degli interessi passivi connessa a una riduzione dei margini di credito e allo scarso livello di investimenti) conferiranno al leggero aumento di vendite atteso un'elevata redditività, potenzialmente molto favorevole agli investimenti azionari.

► **Il tema della ripresa americana rappresenta l'8,6% del patrimonio di Carmignac Investissement**

La conferma di una congiuntura economica più positiva nei paesi sviluppati, in particolare negli Stati Uniti, associata alla previsione di un rimbalzo modesto ma sincrono dell'economia globale, ci ha indotti ad aprire una nuova posizione che punta a partecipare più direttamente alla ripresa USA, essenzialmente finanziata grazie a una decisa riduzione della componente aurifera, scesa dal 13,2% al 4,3% degli attivi di Carmignac Investissement. È nostra intenzione sfruttare il dinamismo americano più sostenuto con investimenti in società di apparecchiature elettriche (Emerson Electric e Alstom), nella casa automobilistica Ford, nella compagnia aerea Delta Airlines e nella società di carte di credito Mastercard. Affrontiamo questo tema d'investimento anche attraverso esportatori emergenti di beni o servizi, ben posizionati sul mercato americano: Infosys (India) nel settore dei servizi IT e Hon Hai (Taiwan), società che assembla computer e prodotti elettronici di largo consumo come l'iphone Apple.

► Il tema del miglioramento del tenore di vita nei paesi emergenti resta preponderante

Il vigore della crescita interna dei principali paesi emergenti, associato a una domanda esterna globalmente debole, gioca a favore delle imprese orientate al mercato interno. Questo tema resta dominante all'interno della nostra gestione globale e rappresenta il 24,3% degli attivi di Carmignac Investissement, che si concentrano essenzialmente nei paesi meglio posizionati, come la Cina, l'India e il Brasile.

► Rafforzata l'esposizione alle risorse naturali in un contesto di crescita mondiale sincrona

Nel corso dell'ultimo trimestre, la ponderazione degli investimenti in risorse naturali è stata incrementata dal 23,7% al 27% degli attivi di Carmignac Investissement. A una solida domanda di materie prime nei paesi emergenti si aggiungono le prospettive del rimbalzo americano, che dovrebbe in particolare avere un impatto positivo sul settore petrolifero.

► La componente difensiva si attesta al 20% degli attivi di Carmignac Investissement

Accanto all'80% investito in temi legati alla crescita, il 20% del portafoglio di Carmignac Investissement rimane difensivo, includendo titoli difensivi (sanità, beni di consumo non ciclici, ecc.) per il 9,6%, liquidità per il 6,5% e titoli legati all'industria estrattiva aurifera per il 4,3%.

II – Driver di performance obbligazionari

► L'analisi dei rischi sovrani sarà critica nel 2010

In uno scenario in cui il lento processo di riduzione dell'effetto leva si è tradotto in fenomeni di trasferimento del debito privato verso il debito pubblico, i titoli di Stato dovrebbero tendenzialmente essere penalizzati dalle perduranti difficoltà dei conti pubblici, tanto più che il contributo delle banche centrali nel ruolo di acquirenti marginali è destinato a ridursi. Gli slittamenti di bilancio hanno d'altronde già evidenziato diverse aree di fragilità tra gli emittenti di stato sovrano. Il credito dei singoli paesi si evolverà pertanto in funzione dei rispettivi meriti. Non riteniamo tuttavia che ci sia da temere un forte slittamento dei tassi a lungo termine, in quanto le banche centrali non permetteranno che ciò avvenga, con il rischio di compromettere la ripresa già avviata. Saremmo quindi molto sorpresi se, nei prossimi mesi, i tassi sui titoli di Stato decennali dovessero superare, rispettivamente, il 4,5% e il 4% negli USA e in Europa. In ogni caso, il processo flessibile adottato da Carmignac Patrimoine consentirà al fondo di posizionarsi in modo tale da trarre il massimo vantaggio dalle opportunità che dovessero presentarsi. Il Fondo dispone, in particolare, di un'ampia fascia di sensibilità, che può variare da -4 a +10. L'allocazione in titoli di Stato è stata ridimensionata al 9% degli attivi di Carmignac Patrimoine.

► Obbligazioni societarie avvantaggiate dal risanamento dei bilanci societari

L'allocazione in obbligazioni societarie resta pari al 30% degli attivi di Carmignac Patrimoine (di cui il 25,2% in titoli *investment grade* e il 4,7% in titoli *high yield*). Nel corso dell'ultimo anno, questa categoria di attivi ha pienamente contribuito alla performance del portafoglio, grazie alla contestuale riduzione dei premi al rischio di credito e di liquidità. Se i livelli attuali di premi per il rischio di credito (compresi tra 50 e 250 punti base) tendono verso performance più modeste per il 2010, le obbligazioni *corporate* sono favorite da un ambiente caratterizzato da un livello di rischio più contenuto. In questo modo, le imprese europee riusciranno, nel 2010,

a ritrovare il livello di *free cash flow* del 2008, grazie alla riduzione delle spese in investimenti e del tasso di dividendo. L'attuale contesto di crescita lenta si sta rivelando favorevole a questa categoria di attivi, in quanto esprime un basso livello di insolvenza nonché un comportamento prudente da parte delle imprese. A questi aspetti fondamentali si aggiunge un importante elemento tecnico, ossia la riduzione dell'offerta. Si prevede una riduzione delle emissioni di obbligazioni societarie in euro tra il 25 e il 40%. Continuiamo a prediligere questa categoria di attivi ai titoli di Stato, per poter approfittare dell'effetto *carry*.

► **Opportunità nel settore delle obbligazioni societarie *high yield***

Individuando diverse opportunità d'investimento nei mercati obbligazionari ad alto rendimento, sia negli Stati Uniti che in Europa, intendiamo consolidarvi la nostra esposizione, che dovrebbe attestarsi al 10% degli attivi di Carmignac Patrimoine. I premi al rischio offerti da questi emittenti sono compresi tra i 250 e i 600 punti base oltre il rendimento dei titoli di Stato, mentre si prevede una decisa riduzione dei tassi di insolvenza. Le previsioni di mercato per il 2010 indicano un tasso di insolvenza del 4%, dopo il picco del 10,2% raggiunto nel 2009.

► **I paesi emergenti continueranno a sovraperformare i paesi sviluppati**

Nel 2010, i paesi emergenti dovrebbero continuare a sovraperformare quelli sviluppati, grazie a un livello di indebitamento medio e a disavanzi più contenuti. Intendiamo consolidare le nostre strategie nei mercati emergenti (debiti locali, debiti esteri e valute), portandole al 10% degli attivi di Carmignac Patrimoine.

Contatti per la stampa:

CARMIGNAC GESTION

Josipa FINK

Tel: +33 1 70 92 33 74

jfink@carmignac.com

TWISTER

Viviana MEROTTO / Claudia CARACAUSI

Tel: +39 02 43 81 14 213

vmerotto@twistergroup.it

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 oltre 33 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 9 paesi europei: Francia, Lussemburgo, Svizzera, Belgio, Italia, Germania, Austria, Spagna e Paesi Bassi. 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.