

Terzo trimestre 2010

Prospettive economiche e strategia d'investimento

I – Prospettive economiche

► L'Europa rimane sotto pressione

La situazione europea rimane quella di un'economia sottoposta a forti pressioni deflazionistiche amplificate dall'austerità di bilancio imposta dai mercati. Certo, la netta flessione dell'euro dallo scorso novembre e il mantenimento di una politica monetaria necessariamente espansionistica compensano in parte gli effetti dell'austerità di bilancio, dando ossigeno soprattutto alle società esportatrici europee. I piani di austerità attuati nella maggior parte dei paesi membri saranno sufficientemente ambiziosi da assicurare strutturalmente i mercati? Ne dubitiamo. Ma almeno, associati al piano di sostegno congiunto della Bce e del Fondo monetario internazionale, dovrebbero produrre un respiro. Al di là, l'Europa resta durevolmente indebolita da un indebitamento pubblico elevato la cui riduzione non sarà facilitata dalla debolezza delle proprie prospettive di crescita. Pertanto, altre crisi di fiducia sul debito di alcuni Stati membri ci sembrano a termine inevitabili.

► Gli Stati Uniti registrano una pausa di metà ciclo, nell'attesa di un rilancio delle esportazioni

La ripresa economica statunitense sta segnando il passo. Un certo numero di indici avanzati come la fiducia dei consumatori o l'indice ISM manifatturiero hanno iniziato a scendere e il mercato immobiliare mostra segni di debolezza persistente (nuovi cantieri in calo di oltre il 30%, il livello minimo del ciclo iniziato nel 2006). Il movimento di ricostituzione delle scorte, che aveva contribuito per il 70% ai 2,7 punti di crescita nel primo trimestre, rallenta ed è causa di gran parte della flessione congiunturale, inevitabile in questa fase del ciclo. Sebbene il rallentamento della crescita negli Stati Uniti sia notevole, le società statunitensi sembrano non risentirne affatto e continuano a beneficiare degli effetti della propria razionalizzazione e di una competitività ritrovata nel settore delle esportazioni. Eppure, colpite dalla brutalità senza precedenti del crollo d'attività di fine 2008, le società statunitensi hanno ancora un atteggiamento molto prudente sia in termini di produzione che di creazione di posti di lavoro, e restano diffidenti nei confronti del consumatore statunitense che, a causa di una riduzione dell'effetto leva, non può svolgere il ruolo di agente economico che in passato ha sempre aiutato le aziende a ritrovare la via della crescita dopo una recessione. In questo contesto, riteniamo che il fattore scatenante per le società statunitensi sarà la fine delle politiche monetarie restrittive nei principali paesi emergenti, situazione che dovrebbe garantire nuovi sbocchi per le esportazioni statunitensi.

► **Il dinamismo della Cina non si smentisce e beneficerà della rivalutazione dello yuan**

Nell'universo emergente, prosegue l'inasprimento monetario attuato dalle autorità cinesi soprattutto per rallentare l'attività limitando i crediti concessi alle imprese e impedire la formazione di una bolla immobiliare. Questa politica inizia a produrre effetti tangibili. Inoltre, la decisione delle autorità cinesi di ritornare a un meccanismo di cambio più flessibile ci ha rassicurato sulla capacità del paese di continuare a crescere e di svolgere un ruolo positivo maggiore nel riequilibrio globale. Infatti, questa decisione sullo yuan aggiunta a quella di non opporsi agli aumenti salariali - addirittura di incoraggiarli - dimostra la volontà delle autorità di fare maggior affidamento sul consumo interno per crescere, pur trattando la questione dell'inflazione.

► **Il riequilibrio mondiale a favore dei paesi emergenti è più che mai una realtà**

Dopo essersi mostrati in grado di crescere nonostante la recessione nell'universo sviluppato, i mercati emergenti sono ora sul punto di dimostrare che sebbene esista una dipendenza tra questi due universi, la direzione si è invertita. La sostenibilità della crescita mondiale dipende ora soprattutto dalla qualità delle politiche economiche e monetarie messe in atto nell'universo emergente, che negli ultimi anni ci hanno fortunatamente abituato a una gestione di qualità. Così, la riduzione dell'effetto leva, attraverso il taglio delle spese pubbliche e private imposto nelle economie avanzate, accelera il riequilibrio mondiale oltre le nostre aspettative.

II - Strategia d'investimento

I - Titoli azionari internazionali

► Conserviamo la nostra posizione sull'apprezzamento del dollaro a fronte dell'euro

La fine delle politiche monetarie restrittive nell'universo emergente si avvicina e contribuirà al rafforzamento delle valute emergenti. Essa sarà ancor notevolmente positiva per gli Stati Uniti rispetto all'Europa, con l'obbligo imperativo di migliorare lo stato delle proprie finanze pubbliche a marcia forzata. Così, il dollaro dovrebbe continuare ad apprezzarsi dopo la recente correzione che ha accompagnato il rallentamento oltreoceano. La sottoesposizione all'euro resta quindi un asse essenziale della nostra gestione, nonostante il rimbalzo tecnico, a nostro avviso temporaneo, registrato dall'euro in questo inizio di terzo trimestre.

► Nell'attesa di un catalizzatore, manteniamo una struttura di portafoglio equilibrata

L'attesa della fine dell'inasprimento monetario cinese potrebbe avvenire in un contesto teso che non esclude il perdurare della correzione dei mercati azionari iniziata lo scorso aprile dopo 13 mesi di forte rialzo. Ciononostante, la flessione che ha toccato quasi il 20% per i maggiori indici occidentali, rappresenta già una netta presa in considerazione delle esitazioni macroeconomiche attuali e concorre a valutazioni che, considerati i tassi d'interesse particolarmente bassi, sembrano sin da ora interessanti. Nell'attesa di un catalizzatore, la nostra gestione globale mantiene la struttura di portafoglio che le ha permesso di aggirare con successo i balzi dei mercati nel corso del secondo trimestre.

► Il tema del miglioramento del tenore di vita nei paesi emergenti è stato rafforzato

Il tema del miglioramento del tenore di vita nei paesi emergenti è stato rafforzato passando dal 27,7% al 29,9% del portafoglio Carmignac Investissement. Abbiamo infatti aumentato ancora il peso delle società asiatiche, che rappresentano oramai quasi il 79% del tema. La decisione cinese di riprendere, anche se in maniera molto progressiva, il processo di apprezzamento dello yuan è infatti un'ottima notizia per l'intera regione. Le posizioni maggiormente rafforzate sono : Bank Central Asia e Astra International (conglomerato) in Indonesia, nonché DLF Limited (promotore immobiliare) e GMR Infrastructure in India.

► La componente aurifera rimane importante in un contesto di nuova crisi sempre possibile in Europa

La crisi europea, che si potrebbe far nuovamente sentire nei prossimi mesi, potrebbe condurre a un ulteriore slittamento di bilancio che andrebbe a rafforzare il ruolo di titolo rifugio dell'oro. In questo contesto, abbiamo incrementato la ponderazione delle miniere aurifere dal 10,8% al 14,7% in Carmignac Investissement, soprattutto attraverso il rafforzamento delle partecipazioni in Newmont, Red Back Mining, Goldcorp e Barrick Gold.

► Il tema della crescita statunitense è stato ridotto

Il tema della crescita statunitense è stato fortemente ridotto, passando dal 17,8% del portafoglio di Carmignac Investissement all'11,7%, sin dai primi segnali tangibili di rallentamento oltreoceano. Abbiamo mantenuto le posizioni sulle banche statunitensi, integrate in questo tema, nonostante il loro andamento deludente nel corso del trimestre

appena trascorso. Continuiamo a pensare che, a differenza delle banche europee, il risanamento dei loro bilanci sia ormai completo e che, considerata la necessità di un sistema bancario più solido possibile in una fase di riduzione dell'effetto leva, le autorità statunitensi daranno prova di obiettività ed effettueranno modifiche regolamentari tali da non penalizzare ulteriormente il settore.

► **Risorse naturali: il settore dell'energia come riserva di valore importante**

In un contesto di rallentamento economico statunitense, il settore dei metalli di base è stato alleggerito; la sua ponderazione è infatti passata dal 10,6% al 6,6% del patrimonio di Carmignac Investissement. In seguito alle conseguenze della catastrofe di BP nel Golfo del Messico, il settore dei servizi petroliferi è stato penalizzato dalle decisioni politiche connesse alla loro attività mediante l'applicazione di un principio di precauzione, comprensibile nel contesto attuale, ma di natura effimera. La piattaforma interessata è di proprietà di Transocean e il giacimento è detenuto in quota di minoranza da Anadarko Petroleum, due società presenti nel nostro portafoglio che ne hanno risentito. La nostra analisi delle loro responsabilità nell'incidente ci ha indotto a rafforzare queste due partecipazioni dopo flessioni di oltre il 40%. Al contempo, abbiamo liquidato la nostra posizione sul norvegese Seadrill e ridotto le partecipazioni di Schlumberger e National Oilwell. Questo tema di investimento, dopo una forte sottoperformance, presenta un potenziale di apprezzamento notevole che potrebbe svelarsi nelle prossime settimane con il successo delle operazioni di chiusura del giacimento.

II - Motori di performance obbligazionarie

► **Titoli di Stato: manteniamo un atteggiamento diffidente nei confronti delle obbligazioni junior**

Il trimestre trascorso ha ampiamente confermato che la riduzione dell'effetto leva nell'universo sviluppato è entrata in una nuova fase, in cui la normalizzazione economica non può più essere impunemente assicurata dalla trasformazione del debito privato in debito pubblico. Per questo motivo, considerata la deflazione nell'universo sviluppato, principale rischio economico, riteniamo sia ancora opportuno ricercare la sensibilità sulle scadenze lunghe delle curve tedesche e statunitensi, anche se la modestia dei rendimenti offerti ci spinge comunque a raddoppiare la prudenza. In un contesto deflazionistico, la capacità percepita dai mercati di un emittente nel rimborsare il proprio debito è fondamentale, e per questo ci manteniamo alla larga dai titoli sovrani junior. Il segmento titoli di Stato costituisce il 7,5% del patrimonio di Carmignac Patrimoine.

► **Obbligazioni societarie: titoli statunitensi ed europei di qualità**

L'allocazione in obbligazioni societarie di Carmignac Patrimoine costituisce il 30% del patrimonio. Anche se nel corso del trimestre appena trascorso i premi di rischio non si sono più contratti, privandoci così del principale motore di apprezzamento, i fondamentali di questa categoria di attivi continuano a migliorare. Così, le emissioni di titoli societari statunitensi ed europei, tra le società più robuste, si rivelano a nostro parere interessanti, con pochi rischi sulle scadenze brevi. A fine trimestre abbiamo beneficiato della pressione esercitata su alcuni settori per cogliere opportunità a livelli di valutazione interessanti. Abbiamo così inserito in portafoglio delle obbligazioni a 5 anni Anadarko al 9%, a livelli che integrano ampiamente i rischi relativi alla marea nera. Allo stesso modo, nel settore bancario europeo, le ipotesi di stress test ritenute credibili, associate alla campagna di ricapitalizzazione che seguirà la

pubblicazione dei risultati degli stress test del 23 luglio, potrebbero incoraggiarci a rafforzare questo segmento. In linea generale, la debolezza delle remunerazioni sui titoli di Stato senior spingerà gli investitori a ricercare rendimenti più elevati presso le obbligazioni societarie, offrendo così un motore di performance apprezzabile.

► **Le posizioni sui debiti locali emergenti sono state leggermente rafforzate**

Il segmento debiti locali emergenti di Carmignac Patrimoine è stato aumentato dal 6% al 7%. I tempi cambiano. Se in passato i debiti locali emergenti hanno subito in pieno il contagio, nel secondo trimestre si sono comportati brillantemente. Così, i tassi turchi e messicani hanno ceduto lo 0,25% e lo 0,70% portando a un apprezzamento delle proprie valute rispettivamente del 5,7% e 6%. In Brasile, l'intervento energico della Banca centrale ha portato a un aumento dei tassi biennali dello 0,35% ampiamente compensato, anche in questo caso, da un apprezzamento di quasi il 9% della valuta. Restiamo fiduciosi su questa parte del portafoglio e abbiamo recentemente rafforzato le posizioni sull'Indonesia.

► **La componente liquidità è stata sensibilmente rafforzata e il nostro posizionamento nei confronti dell'euro è mantenuto**

All'interno di Carmignac Patrimoine, l'allocazione in strumenti liquidi è stata sensibilmente aumentata (dall'8,7% al 19%). Nel corso del trimestre, il 14% di queste liquidità è stato impiegato sul mercato statunitense e ha permesso al Fondo di beneficiare dell'indebolimento dell'euro. In un contesto in cui il dollaro dovrebbe continuare a beneficiare del differenziale di crescita a favore dell'economia statunitense, manteniamo il nostro posizionamento difensivo nei confronti dell'euro.

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 47 miliardi di euro di attivi in gestione, Carmignac Gestion propone 18 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.