

## **Prospettive economiche e strategia di investimento per il primo trimestre 2011**

### **I – Prospettive economiche**

#### **► L'economia statunitense accentua la sua ripresa**

Negli Stati Uniti, l'azione congiunta della Fed e del potere politico esprime ancora una volta la volontà di mantenere una crescita robusta. All'attuazione di una seconda fase di "quantitative easing" da parte della Federal Reserve si accompagna un pacchetto di incentivi fiscali che prevede la prosecuzione per due altri anni degli sgravi fiscali attuati sotto l'amministrazione Bush, nonché il prolungamento dell'indennità di disoccupazione di lungo periodo, e la riduzione degli oneri sociali per tutti i lavoratori. Questo coordinamento a livello monetario e fiscale allontana in modo decisivo il rischio di una nuova recessione. Migliora così sensibilmente l'umore dei consumatori e delle imprese e amplifica la timida ripresa evidenziata dal mercato dell'occupazione, in misura tale che la crescita prevista negli Stati Uniti per il 2011 è stata riportata al 3,5%.

#### **► Il rimbalzo congiunturale, sebbene ben radicato, dovrà comunque trovare conferma oltre il prossimo giugno**

Nella situazione attuale, l'incertezza ci sembra riguardare non tanto la realtà di questa ripresa, ma piuttosto la capacità di quest'ultima ad autoalimentarsi oltre il prossimo giugno, data prevista per la scadenza del programma di iniezione monetaria in corso. Se così fosse, è da temersi un aumento dei tassi di interesse a lungo termine, in quanto il mercato dovrebbe confrontarsi direttamente con un deficit pubblico di quasi il 10% del PIL. Se così non fosse, Bernanke dovrebbe decidersi a continuare a stimolare ulteriormente l'attività, in quanto solo il mantenimento di una crescita sostenuta sarebbe in grado, con un po' di inflazione, di rimediare ad un tasso di disoccupazione reale prossimo al 17% e ad un sovraindebitamento pubblico e privato elevato.

#### **► La ripresa congiunturale conduce a un rialzo dei tassi di interesse**

In questo quadro congiunturale di ripresa dell'attività negli Stati Uniti, la reazione dei mercati obbligazionari non si è fatta attendere: i tassi a 10 anni sono passati dal 2,5% al 3,3% in meno di 10 giorni. Quale dovrebbe essere la posizione di equilibrio del mercato? Se si considera il

potenziale di crescita sostenibile dell'economia statunitense al 2% e un tasso di interesse reale alla media storica del 2%, un tasso del 4% sembra un obiettivo ragionevole. Le esigenze di rendimento di chi acquista obbligazioni dovrebbero essere moderate dalla debolezza dell'inflazione sottostante (0,8%), contenuta dal surplus di capacità produttive inutilizzate e dai tassi di riferimento mantenuti prossimi allo zero. Per contro, non si può escludere che all'approssimarsi del prossimo giugno, ovvero il termine previsto per l'attuale programma di quantitative easing, i tassi superino questo tasso di equilibrio, tanto ha dell'illusorio il fatto che il mercato possa autofinanziare un deficit pubblico di circa il 10% del PIL, in un contesto in cui la stessa ripresa dell'attività avrà bisogno di capitali.

► In Europa permangono le pressioni deflazioniste

In Europa, la situazione resta complicata, con pressioni deflazioniste ancora presenti. La Bce deve sempre affrontare un dilemma, divisa tra una Germania che sta raggiungendo la piena occupazione e il cui dinamismo economico giustificherebbe tassi più elevati, e i paesi più fragili della zona. Questi paesi devono far fronte a una situazione di bilancio catastrofica e verosimilmente non eviteranno una ristrutturazione del loro debito. In queste condizioni, e finché i debiti dei paesi periferici non saranno ristrutturati, il miglioramento dei mercati europei rimarrà passeggero, lasciando presagire una forte volatilità dell'euro.

► I paesi emergenti devono affrontare tensioni inflazioniste, seppur con modalità diverse da un paese all'altro

Per quanto riguarda i paesi emergenti, al contrario di quanto accade nei paesi sviluppati, la scommessa non è tanto ridurre il debito con la crescita, ma piuttosto controllare le tensioni inflazioniste in parte provocate dalle misure di stimolo monetario del vecchio mondo che mirano a ridurre il peso del proprio indebitamento. Questi paesi, dovendo far fronte sia all'afflusso di capitali in eccesso che a prezzi delle materie prime maggiorati, sono costretti a contenere l'apprezzamento delle proprie valute nonché le tensioni inflazioniste importate, che si aggiungono a quelle generate da una crescita dinamica. Ne conseguono pressioni rialziste sui tassi di interesse che, a loro volta, aumentano l'attrattiva delle loro valute... Sebbene siano nel complesso vulnerabili all'aumento dei prezzi delle materie prime agricole, anche in questo caso è necessario distinguere i paesi in cui l'inflazione è solo marginalmente alimentata da colli di bottiglia infrastrutturali (Cina, Turchia, ecc.) dai paesi meno ben dotati (India, Brasile).

## II - Strategia di investimento

### I - Titoli azionari internazionali

#### ► I mercati azionari beneficiano di un premio di rischio elevato

Di fronte alla ripresa dell'attività negli Stati Uniti, la visibilità sulle azioni statunitensi ci appare chiaramente migliore rispetto a quella sulle obbligazioni. Infatti, anche nel caso in cui i tassi lunghi dovessero aumentare ulteriormente, l'elevato livello del premio di rischio delle azioni (4,10%), ossia il loro differenziale di rendimento rispetto alle obbligazioni, permetterà loro di evolvere positivamente in un contesto di crescita più robusta. In questo contesto, Carmignac Investissement conserva all'inizio del 2011 un'esposizione elevata ai mercati azionari internazionali, secondo un'allocazione che privilegia i temi in grado di beneficiare maggiormente della crescita mondiale, sostenuta dal continuo sviluppo dei paesi emergenti, seppure frenato da politiche monetarie meno accomodanti, e dal rimbalzo congiunturale statunitense.

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

Il miglioramento del tenore di vita nei paesi emergenti resta il tema principale del portafoglio di Carmignac Investissement, con il 33,4% degli investimenti a fronte del 35,1% di tre mesi fa. Le tensioni inflazioniste osservate nei paesi nuovi non ci hanno spinto a rafforzare la ponderazione di questo tema così importante nel corso dell'ultimo trimestre. Abbiamo tuttavia scelto di incrementare l'esposizione allo sviluppo del consumo emergente rafforzando il peso delle nostre partecipazioni in LVMH e Richemont e introducendo Hermès, che gode anche di un'attrattiva speculativa. Nel settore finanziario, abbiamo approfittato della debolezza delle Borse cinesi per rafforzare i nostri investimenti, in particolare sulle banche ICBC e China Construction Bank. Abbiamo inoltre aperto nuove posizioni in America Latina con la banca Credicorp in Perù e l'argentino Grupo Financiero Galicia che dovrebbe beneficiare particolarmente del miglioramento del rischio paese da noi previsto. Per contro, abbiamo ridotto le nostre partecipazioni nelle banche Itau Unibanco in Brasile e Sabanci in Turchia, che potrebbero risentire della condotta di politiche monetarie meno accomodanti.

#### ► Le materie prime continuano a beneficiare di abbondanti liquidità

La ponderazione del tema delle materie prime è aumentata dal 9,7% al 12,4% del patrimonio di Carmignac Investissement. Favorita dall'iniezione di liquidità della Fed, la rivalutazione di questo settore ci permette di aspettarci tensioni inflazioniste - sostanzialmente provenienti dal settore in oggetto - in stabilizzazione nei paesi emergenti. First Quantum ed Equinox Minerals, due produttori di rame quotati in Canada, amplificano la nostra esposizione al rame, minerale che noi privilegiamo. Su un altro registro, abbiamo aperto una posizione nella società statunitense

IntercontinentalExchange, operatore dei principali mercati di materie prime, che ci permette di approfittare dell'entusiasmo suscitato da queste ultime. Abbiamo rafforzato la nostra posizione in Potash Corp, che beneficia appieno dell'impennata delle materie prime agricole. Analoga riponderazione per il tema dell'energia, passato dal 14% al 15,4% degli investimenti di Carmignac Investissement. Infatti, l'aumento della domanda nei paesi OCSE va ad aggiungersi oramai a quello della Cina, esercitando pressioni rialziste sul prezzo degli idrocarburi.

► I titoli difensivi e l'esposizione alle miniere aurifere sono stati ridotti

La ponderazione dei titoli difensivi è stata sensibilmente ridotta, passando dall'8% al 4,7% del patrimonio di Carmignac Investissement. Il buon orientamento immediato dell'economia mondiale ci ha spinto a ridurre questo segmento al fine di esporre ulteriormente il portafoglio ai temi più favoriti dalla crescita. La ponderazione delle miniere aurifere è passata dal 13,6% al 12,3%. La prospettiva di una politica monetaria europea meno accomodante penalizza sensibilmente le quotazioni dell'oro, così come l'aumento dei rendimenti reali delle obbligazioni nelle economie avanzate. Tuttavia, il metallo giallo resta a nostro avviso la copertura ultima in questo contesto economico molto particolare nel quale i timori di deflazione mantengono la svalutazione degli emittenti pubblici delle valute.

## II - Motori di performance obbligazionari

► Le obbligazioni societarie rimangono preponderanti all'interno della nostra allocazione

Per il 2011, le obbligazioni societarie beneficeranno del miglioramento macroeconomico pur dovendo far fronte a un rischio di rialzo dei tassi. La nostra allocazione è stata riveduta, trascurando i titoli più sensibili a questo rialzo, il cui impatto sulla performance assoluta non è lineare. Gli effetti dipendono dalla compressione dei margini di credito atta a controbilanciare l'effetto negativo di un aumento dei tassi. I nostri investimenti privilegeranno i titoli che beneficiano di questo tipo di effetto "ammortizzatore".

► Il segmento "high yield" è ricco di opportunità

I titoli high yield, come le azioni, possono mettere a segno una performance assoluta positiva in una variazione al rialzo contenuta dei tassi. Ciò si verifica per i rating BB (premio tra 300 e 450 pb) e ancora di più per i titoli con rating B (premio di oltre 450 pb). In un contesto di ripresa economica, prevediamo di investire in aziende con un indebitamento leggermente maggiore ma per le quali abbiamo sempre una buona visibilità. Per esempio, abbiamo investito in Fortescue, uno dei maggiori produttori di minerale di ferro australiano con rating B e rendimento del 6,4% a 4 anni.

► Il comparto titoli di Stato è stato ridotto

La ponderazione di Carmignac Patrimoine nei titoli di Stato dei paesi sviluppati è stata ridotta e rappresenta il 6,6%. Il massiccio indebitamento pubblico, le elevate valorizzazioni, il conseguente posizionamento degli investitori e le politiche di reflazione sono tra le molte problematiche inerenti a questa categoria di attivi, anche se la combinazione di un'inflazione moderata con l'azione accomodante della Fed dovrebbe limitare uno slittamento massiccio dei tassi di interesse. Manteniamo la nostra esposizione residua come garanzia in caso di dati di crescita deludenti, nonostante i mezzi utilizzati, nonché di un peggioramento della crisi europea e di contagio ad altri paesi come la Spagna. La nostra esposizione è composta da titoli con una maturità media di 4,3 anni. Il rischio di tasso su questi investimenti è integralmente coperto dalla vendita di contratti futures su titoli statunitensi e tedeschi. Anche il comparto titoli di Stato emergenti è stato ridotto: rappresenta il 7,8% del patrimonio di Carmignac Patrimoine, di cui il 6,6% è investito in debiti locali emergenti.

**Contatti per la stampa:**

**CARMIGNAC GESTION**

**Agnès Séverin**

Co-Head of Communication

Tel: + 33 1 70 38 56 85

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

**Josipa FINK**

Tel: +33 1 70 92 33 74

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

***A proposito di Carmignac Gestion***

Fondata nel 1989 da Edouard Carmignac, Carmignac Gestion è oggi uno dei principali protagonisti europei nel settore della gestione di attivi finanziari. Il capitale è interamente detenuto dai suoi dirigenti e dipendenti. La solidità della società è garantita da un azionariato stabile, che ne riflette lo spirito di indipendenza. Questo valore fondamentale garantisce la libertà indispensabile ad una gestione performante e costante.

Con quasi 55 miliardi di euro in gestione, Carmignac Gestion ha sviluppato un'offerta completa di 18 OICR nelle varie categorie di attivi azionari, obbligazionari e diversificati, nonché un'offerta di gestione su mandato che risponde in modo efficiente alle aspettative degli investitori.

I nostri Fondi sono attivamente commercializzati in 11 paesi europei: Francia, Lussemburgo, Svizzera, Belgio, Italia, Germania, Spagna, Paesi Bassi, Austria, Svezia e il Regno Unito. Nel quadro del suo sviluppo internazionale, Carmignac Gestion dispone di una filiale in Lussemburgo, di due uffici di rappresentanza a Madrid e a Milano, e ha provveduto alla registrazione, a Singapore, dell'intera gamma dedicata ai professionisti.