

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

### **I - Prospettive economiche**

► **L'aggravarsi della crisi in Europa necessita della risoluzione della questione della crescita**

In Europa la situazione è particolarmente preoccupante. In un universo sviluppato che è sempre meno in grado di generare crescita economica, gli attacchi dei mercati contro i paesi alle prese con le difficoltà finanziarie più gravi non fanno altro che provocare politiche di rigore che rafforzano le tendenze recessive. Tuttavia, qualsiasi tentativo di risoluzione della crisi in Grecia e di lotta contro il contagio ad altri Stati membri risulterà vano in assenza di contestuali importanti provvedimenti volti a favorire la crescita nel breve termine. Senza crescita economica, il riassorbimento del deficit e del debito pubblico si rivelerà impossibile. L'Europa sta per imboccare la via giapponese per gestire l'eccessivo indebitamento, ma si tratta di una scelta suicida: le sue esportazioni sono insufficienti per compensare gli effetti negativi esercitati sulla domanda interna delle politiche di rigore, ed i creditori esteri, impazienti, non hanno alcuna voglia di "lasciare tempo al tempo". Peraltro, la fragilità delle banche europee, strutturalmente vulnerabili al peggioramento delle condizioni di rifinanziamento (con un rapporto crediti/depositi del 165% contro l'81% degli Stati Uniti), le indurrà a spingere famiglie e imprese a rimborsare, a loro volta, i rispettivi debiti. Considerando il rapporto crediti bancari/PIL nella zona euro pari al 164% rispetto al 62% negli Stati Uniti, si valuta il rischio che comporta questa accelerazione della riduzione dell'effetto leva, rischio che una ricapitalizzazione forzata delle banche potrà al massimo solo contenere.

► **La BCE deve condurre una politica a tasso zero volta ad indebolire l'euro**

Poiché l'apparato politico europeo ha difficoltà a fornire una soluzione credibile e rapida ai problemi dei paesi periferici, spetta alla Banca centrale prendere l'iniziativa, prontamente e radicalmente, orchestrando simultaneamente sia una forte flessione dell'euro che del costo di rifinanziamento degli Stati indeboliti. Ciò richiede tassi di riferimento prossimi a zero ed acquisti di debito pubblico dei paesi in pericolo non compensati da nuove emissioni (interventi non sterilizzati). Il conseguente indebolimento dell'euro produrrebbe un eccesso di crescita attraverso la maggiore competitività delle esportazioni, mentre la liquidità immessa in dosi massicce permetterebbe di contrastare le pressioni deflazionistiche o anzi di generare un po' di inflazione, il che ridurrebbe proporzionalmente l'onere del debito. Questa iniziativa della BCE è inevitabile ma viene respinta dalla Germania, pur avendo visto crollare le proprie prospettive di crescita per il 2012 dall'1,9% all'1,2% tra agosto e settembre.

► **Gli Stati Uniti dispongono di maggiori margini di manovra finanziaria, ma il contesto politico appare poco propizio a misure di sostegno**

L'economia statunitense non deve ancora far fronte all'impazienza dei creditori, come dimostra il calo dei rendimenti dei Treasury sulla scia del declassamento del rating sovrano statunitense operato dall'agenzia Standard and Poor's. Inoltre, la Federal Reserve appare più determinata della BCE a fare tutto il possibile per compensare gli effetti

deflazionistici della riduzione dell'effetto leva. Il calendario elettorale non sembra tuttavia consentire l'attuazione di misure forti di sostegno dell'attività da parte dei poteri pubblici. Il semplice mancato rinnovo delle riduzioni d'imposta decise durante l'era Bush, probabile viste le posizioni dogmatiche della classe politica, porterebbe tuttavia, a parità di tutte le altre condizioni, ad una diminuzione della crescita dell'1,3 nel 2012, imputabile principalmente alla debolezza indotta dei consumi. Il consenso sulla crescita prevista nel 2012 è così diminuito tra gennaio e settembre, dal 3,3% al 2,1%, un livello ancora fin troppo ottimista a nostro avviso.

► Si attenua il problema dell'inflazione nei paesi emergenti, a dimostrazione dei primi tagli dei tassi

I paesi emergenti continuano ad essere sottoposti a pressioni inflazionistiche, in parte legate agli effetti ritardati del rincaro delle materie prime e in parte a considerazioni più strutturali, quali gli aumenti salariali, auspicati o anzi concordati. Pertanto, l'inflazione cinese al netto degli alimentari è nuovamente salita dall'1,4% al 3,0% negli ultimi dodici mesi. L'inversione al ribasso dei prezzi delle materie prime industriali ed agricole non mancherà di far diminuire le pressioni inflazionistiche; un tale scenario sembra già essere anticipato da altri paesi nuovi, come dimostrano i tagli a sorpresa dei tassi in Brasile, Turchia, Russia o Israele.

► I paesi emergenti dispongono di forti margini di manovra finanziaria per affrontare il rischio di contagio

La nostra analisi ci induce a ritenere che le considerevoli riserve accumulate dai paesi esportatori emergenti consentiranno loro di evitare il contagio temuto da numerosi osservatori. Pertanto, il recente forte deprezzamento delle valute di alcuni paesi nuovi rispetto al dollaro, nonché dei loro titoli di debito estero e locale, non lascia a nostro avviso presagire problemi strutturali di finanziamento per i principali protagonisti dell'universo emergente. Dallo scenario prevalente prima della crisi asiatica della fine degli anni 90 alla situazione attuale i paesi emergenti sono passati dallo status di debitori del resto del mondo a quello di finanziatori di ultima istanza. Questo cambiamento strutturale dei rapporti di forza tra questi due mondi non deve tuttavia indurci al compiacimento. Diversamente dal 2008, laddove il piano di rilancio cinese aveva evitato una recessione mondiale, la Cina non sente ancora la necessità di invertire la propria politica monetaria restrittiva o di avviare piani di rilancio. In primo luogo perché la sua inflazione, al 6,2%, rimane elevata, ed, in secondo luogo, perché la sua attività è ancora ad un livello prossimo al pieno regime.

► Il nuovo apprezzamento dello yuan agirà da catalizzatore per i mercati emergenti

I mercati emergenti non potranno liberarsi del tutto dei problemi che condizionano i mercati sviluppati senza un potente catalizzatore. Riteniamo che quest'ultimo deriverà dall'inversione della politica monetaria cinese. Quando la Cina deciderà di fornire sostegno all'economia (abbassando il coefficiente delle riserve obbligatorie per le banche), l'entità e la diversità dei margini di manovra di cui beneficia la Cina contribuiranno ad una solida ripresa, con il maggiore aiuto dei mercati azionari, le cui valutazioni sono tornate ai livelli più bassi del 2008, ossia a minimi storici sempre più attraenti per l'investitore. Questa ripresa dovrebbe accompagnarsi all'apprezzamento dello yuan, che contribuirebbe alla reflazione dell'economia mondiale.

## II – Strategia di investimento

### I – Titoli azionari internazionali

#### ► Manteniamo un posizionamento difensivo

La nostra valutazione del contesto economico ci induce a mantenere un posizionamento difensivo. Le risposte incomplete apportate dalle autorità europee alla crisi del debito, abbinata allo stallo politico negli Stati Uniti e alla volontà delle autorità cinesi di lasciare che la propria politica monetaria restrittiva continui a pesare sull'attività creditizia e l'inflazione, rendono eccessivamente probabile l'accentuarsi del rallentamento economico nei paesi sviluppati, che si tradurrebbe in una nuova fase di flessione dei mercati. Iniziamo pertanto il trimestre mantenendo un basso livello di esposizione azionaria, ma intendiamo comunque, in chiave tattica, incrementare l'esposizione del portafoglio per trarre profitto dal miglioramento del sentiment che non mancherà di concretizzarsi in previsione di iniziative congiunte di Europa e FMI a inizio novembre. Tuttavia, fintanto che le misure annunciate non avranno come obiettivo un effetto positivo sulla crescita a breve termine, l'orientamento della gestione rimarrà difensivo, mantenendo al minimo, in particolare, l'esposizione del portafoglio all'euro.

#### ► Il tema del miglioramento del tenore di vita nei paesi emergenti resta predominante nella nostra asset allocation

Il tema del miglioramento del tenore di vita nei paesi emergenti, benché ancora nettamente predominante, ha registrato una riduzione della ponderazione dal 38,6% al 34,1% del portafoglio, principalmente per effetto della flessione relativa delle azioni emergenti, amplificata dal deprezzamento di alcune valute alla fine del trimestre. Le liquidazioni forzate operate da alcuni fondi globali hanno penalizzato il risultato all'avvicinarsi della chiusura di un trimestre borsistico disastroso. L'unica posizione inserita in portafoglio è quella nella società Sun Art Retail, joint venture promettente di Auchan nella distribuzione cinese. Sul fronte delle vendite, la posizione in Haci Omer Sabanci (Turchia) è stata integralmente liquidata e quella in LVMH è stata alleggerita.

#### ► Manteniamo l'esposizione al settore aurifero

Il secondo tema più importante è ormai quello delle miniere aurifere, passato dall'11,2% al 14,4% del portafoglio, per effetto di un significativo incremento relativo di questo settore, che ha prodotto una performance assoluta positiva nel trimestre. Il tema è anche stato arricchito con una nuova società canadese: Detour Gold. Abbiamo partecipato all'ultima richiesta di investimento della società prima dell'avvio dello sfruttamento di un giacimento particolarmente interessante. Inoltre, la nostra posizione in Randgold è stata rafforzata.

#### ► Abbiamo ridotto l'esposizione al settore delle risorse naturali e a quello dell'innovazione

Il tema dell'energia, ridotto dal 15,5% al 12,20% del portafoglio, ha risentito dei nostri timori riguardo alla crescita mondiale. Le posizioni in National Oilwell e Galp Energie sono state chiuse, mentre quella in Schlumberger è stata alleggerita. Il segmento delle risorse naturali in genere, tenuto conto delle posizioni nei materiali di base, rappresenta

attualmente il 14,8% del portafoglio.

L'innovazione è passata dall'11,6% al 10,7% del portafoglio, nonostante il rafforzamento della posizione in Apple, che non finisce di sorprendere e sembra capace di proseguire sulla strada del successo anche con la scomparsa del suo fondatore. La posizione in Mediatek è stata liquidata a causa della mancanza di visibilità rispetto a una concorrenza più agguerrita. Infine, l'offerta di Hewlett Packard sulla società Autonomy, con un premio dell'80%, ci ha procurato una bella soddisfazione. La ponderazione del tema dei titoli difensivi è aumentata di un punto, passando al 13,3% del patrimonio del Fondo.

► **La liquidità è stata aumentata**

L'incremento della componente liquidità, pari all'11,7% del portafoglio, a fronte del 6,2% di tre mesi fa, riflette la nostra persistente sfiducia nei confronti dei mercati azionari. Insieme all'oro e ai titoli difensivi, contribuisce ad una componente difensiva pari al 40% del portafoglio, contro un 60% destinato alle tematiche growth.

## **II – Motori di performance obbligazionaria**

► **Nell'attuale contesto, la flessibilità della nostra asset allocation si rivela particolarmente valida**

Di fronte ai rischi di recessione dell'economia globale, la nostra asset allocation resta più che mai flessibile sui diversi motori di performance. In considerazione della scarsa visibilità di cui disponiamo in questo fine trimestre sia riguardo all'entità del rallentamento dell'economia statunitense che al piano di salvataggio dell'euro, il portafoglio è strutturato per far fronte ad un rischio di peggioramento delle tensioni recessive. Resta inteso che un'analisi più accurata di queste due maggiori incertezze ci porterebbe ad alcune modifiche tattiche.

► **A fronte del rallentamento dell'economia, i titoli di Stato tedeschi e statunitensi costituiscono dei beni rifugio**

In assenza di decisioni forti e di immediata applicazione in Europa le pressioni recessive e deflazionistiche persisteranno a breve termine, conferendo ai mercati di riferimento del debito pubblico (Stati Uniti, Germania) un ruolo fondamentale di rifugio. Il segmento titoli di Stato dei paesi sviluppati è stato incrementato dal 3,65% al 10,4% del patrimonio di Carmignac Patrimoine. Abbiamo incrementato la ponderazione di tale componente attraverso un aumento della ponderazione in titoli di Stato tedeschi fino a metà luglio. Di fatto, la crisi europea ci ha indotto a ricercare investimenti rifugio. Tuttavia, i progetti per porre rimedio alla crisi europea alzano il rischio di implicazione della Germania, poiché la BCE si rifiuta di monetizzare il debito degli Stati più deboli. Da metà luglio, la nostra esposizione si è concentrata sugli Stati Uniti. La Federal Reserve ha preso nuove misure non convenzionali, impegnandosi a mantenere i tassi allo 0% fino al 2013 ed introducendo un programma di allungamento della scadenza media del suo portafoglio di Treasury statunitensi.

► **Il segmento titoli di Stato emergenti è stato ridotto**

Il segmento degli investimenti in titoli di Stato dei paesi emergenti è stato ridotto dal 4,3% al 2,5% (di cui l'1,7% è

investito in debito locale dei paesi emergenti). Il posizionamento degli investitori resta il principale fattore tecnico che grava sulle prospettive a breve termine. Non mancheremo di rafforzare le nostre posizioni in questa asset class qualora l'ipotesi di una pronunciata recessione negli Stati Uniti o di un sostanziale rischio sistemico si rivelasse infondata. In effetti, la recente flessione delle valute e delle obbligazioni dei paesi emergenti si trasformerà presto in un'opportunità, poiché i timori di un contagio dei problemi dei paesi sviluppati ci appaiono nettamente esagerati, anche se l'attesa per l'attuazione di politiche favorevoli alla crescita nell'universo emergente è in grado di generare nell'immediato qualche preoccupazione a riguardo.

► Il settore obbligazioni corporate resta centrale e racchiude un importante potenziale di valore

L'allocazione in obbligazioni corporate è stata ridotta (dal 32% al 26,3%) tramite la vendita dei crediti che ci apparivano più vulnerabili ad un rallentamento economico. A fine settembre la componente creditizia del portafoglio ci sembra dover costituire, anche in una fase di decelerazione economica, un apprezzabile motore di performance, con un rendimento medio del 6,41% per una scadenza media di 5,6 anni (contro l'1,32% per i titoli di Stato tedeschi di pari scadenza). Un tale differenziale di remunerazione, prossimo a quello registrato all'apice della crisi del 2008, non ci appare giustificato considerata la qualità degli emittenti detenuti in portafoglio. Questo innalzamento dei margini sulle obbligazioni societarie, riconducibile principalmente all'arretramento delle banche sul mercato secondario mentre alcuni gestori procedevano a vendite a titolo preventivo, costituisce a nostro avviso una vera e propria opportunità di mercato.

► La nostra diffidenza nei confronti della gestione della crisi europea ci ha indotto a diminuire l'esposizione all'euro e ad incrementare la liquidità

L'euro dovrebbe indebolirsi, come condizione necessaria per la sua sopravvivenza. La nostra diffidenza nei confronti della gestione della crisi europea ci ha pertanto indotto a diminuire l'esposizione alla moneta unica e a proteggere i nostri investimenti denominati in euro con acquisti a termine in dollari e yen. La maggior parte delle liquidità, aumentata nel trimestre dal 17% al 23% del patrimonio, è stata altresì investita in buoni del Tesoro statunitensi e nipponici, il che ci ha consentito di beneficiare dell'apprezzamento di queste due valute contro l'euro (rispettivamente del 7% e dell'1%).

Redatto lunedì 31 ottobre 2011

**Contatti per la stampa:**

**CARMIGNAC GESTION**

Marie VANBREMEERSCH

Tel.: +33 1 70 92 33 85

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

**COMMUNITY**

Roberto Patriarca

Tel: +39 335 65 09 568

[roberto.patriarca@communitygroup.it](mailto:roberto.patriarca@communitygroup.it)

**Camilla Mastellari**

Tel: +39 02 89 40 42 31

[camilla.mastellari@communitygroup.it](mailto:camilla.mastellari@communitygroup.it)

***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 oltre 45 miliardi di euro in gestione, Carmignac Gestion ha sviluppato un'offerta completa di 19 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.

***Avvertenze importanti***

*Questo documento non costituisce una consulenza di investimento né un'analisi finanziaria e le informazioni ivi contenute non hanno alcun valore contrattuale. Il presente materiale è stato redatto a titolo puramente indicativo e Carmignac Gestion declina qualsiasi responsabilità per le eventuali decisioni prese o meno sulla base delle informazioni ivi contenute e del loro utilizzo da parte di terzi. Questo documento non può essere utilizzato per scopi diversi da quelli per i quali è stato elaborato e ne sono vietate la riproduzione, la diffusione o la comunicazione a terzi, in tutto o in parte, senza la previa autorizzazione scritta di Carmignac Gestion.*