

Carmignac views

// EDITORIALE

2012, un anno molto rock'n' roll?

Siamo preparati. Ciò significa che occorrerà evitare (tutti) gli investimenti finanziari di lungo periodo? A nostro avviso no, ma è senz'altro legittimo porsi la domanda dato che il 2011 è stato disastroso per gran parte di essi e talvolta ben lunghi da adeguarsi al contesto macroeconomico. Tre esempi: se mi avessero detto nel gennaio 2011 che l'eurozona avrebbe attraversato la più grave crisi della sua storia e che le fondamenta stesse della moneta unica sarebbero state messe in discussione, mi sarei aspettato ad inizio anno un calo dell'euro del 15% rispetto al dollaro, e non di appena il 3% come invece è successo. Se mi avessero detto nel gennaio 2011 che l'economia cinese avrebbe registrato una crescita del 9% mentre per l'Europa si sarebbe prospettata una recessione, mi sarei aspettato una netta sovraperformance delle azioni cinesi rispetto agli indici europei e non il contrario, come si è comunque verificato. Infine, se mi avessero detto nel gennaio 2011 che il prezzo di un barile di petrolio sarebbe aumentato del 14% e quello di un'oncia d'oro di quasi il 9%, mi sarei aspettato un andamento positivo dei settori dei servizi petroliferi e delle miniere aurifere, e non flessioni di questi titoli, che hanno ceduto rispettivamente il 12% e l'8,5%.

Pertanto, in questo 2011 pieno di incertezze e di nuovi sviluppi, in buona parte di natura politica, la sola analisi corretta del quadro macroeconomico si è rivelata insufficiente. La gestione del rischio è prevalsa, riuscendo ad ammortizzare la flessione dei mercati, e anche se questa prudenza ci ha fatto perdere qualche punto di guadagno nelle fasi di rimbalzo tecnico dei mercati, rimaniamo fiduciosi che nel tempo essa rappresenti un punto di forza significativo della nostra gestione.

Quest'anno si annuncia più propizio? Sebbene l'incertezza sulle prospettive economiche non sia diminuita, i due temi principali, ossia la riduzione dell'indebitamento dei paesi occidentali e lo sviluppo dei consumi interni emergenti, potrebbero costituire un contesto favorevole per i mercati, tanto più che, al di fuori



dell'Europa, il mondo non va poi così male. Il potenziale di rialzo dei nostri investimenti è significativo. Tuttavia, anche in questo inizio anno la gestione dei rischi deve a nostro avviso prevalere, soprattutto e in prima luogo a causa della situazione europea.

Il futuro dell'euro non è infatti garantito. I suoi ideatori l'avevano immaginato come la prima pietra della costruzione di

una vera e propria unione economica e politica europea. I loro successori, lassisti o compiacenti, hanno rinviato le necessarie riforme strutturali, trincerandosi dietro la protezione illusoria di una moneta che offriva loro stabilità e bassi tassi di rifinanziamento. Dal 2010 è giunta l'ora della resa dei conti. E la risposta apportata nel susseguirsi di vertici «dell'ultima speranza» non soddisfa ne rassicura ancora nessuno. Solo la performance economica della Germania risulta eccezionale e ciò merita di essere sottolineato in questo contesto europeo. Ma tale performance potrà perdurare a fronte di una recessione nei paesi che sono i suoi principali partner commerciali e di un rallentamento dell'economia mondiale?

Probabilmente non in termini assoluti, ma in termini relativi la situazione tedesca resta invidiabile. È l'unico paese della zona euro che si rifinanzia a 10 anni a tassi inferiori all'inflazione.

Al tempo stesso l'Italia è costretta a pagare il 7% ai suoi creditori sulle scadenze decennali. La situazione non è sostenibile. Il mandato della BCE deve essere ampliato per creare un solido scudo che dia tempo ai paesi di ristrutturarsi. In ogni caso, per il 2012 i tassi di riferimento nella zona euro devono imperativamente scendere ulteriormente e l'euro deve deprezzarsi. Le necessarie riforme strutturali nell'eurozona richiedono come condizione preliminare una svalutazione che permetta almeno ai paesi più deboli di ridivenire competitivi.

In questo scenario, i titoli di Stato sarebbero sostenuti dalla presenza di un acquirente di prima e ultima istanza, le società esportatrici sarebbero sostenute dall'indebolimento dell'euro e le attività finanziarie globali dal rientro dei timori di un rischio sistemico che minaccia di contagiare l'economia mondiale.

Nonostante una crisi politica interna e un primo contagio della crisi europea, l'economia statunitense ha dimostrato una significativa resilienza.

La ripresa della catena di produzione giapponese ha causato un notevole balzo dell'attività negli ultimi mesi. Analogamente, i consumi delle famiglie, benché al costo di un salasso per il loro risparmio (passato dal 5% a fine giugno al 3,5% a fine novembre), hanno sorpreso positivamente dopo l'estate. Nonostante una contrazione del settore pubblico, l'economia statunitense sembra quindi poter ancora fungere da locomotiva. I propulsori di questo rimbalzo dell'attività sono tuttavia fragili. Per contro, il calo dal 4,34% al 2,90% dei rendimenti dei titoli di Stato a 30 anni negli ultimi dodici mesi potrebbe costituire un elemento positivo per il settore immobiliare ancora in stato di catalessi. Il rischio principale che pesa sull'economia statunitense è di tipo politico. La battaglia elettorale sta davvero per iniziare e ogni speranza di riforma, in questo contesto, è vana. Per quanto riguarda l'eventuale sostegno monetario della Fed, almeno per il primo semestre esso sembra escluso.

Itassi di interesse dovrebbero quindi restare bassi e le previsioni di inflazione moderate. Un contesto favorevole alle azioni, la cui valutazione, circa 13 volte gli utili

2011, resta interessante. Qual è il rischio principale? Un apprezzamento del dollaro che penalizzerebbe le imprese. Non dobbiamo dimenticare infatti che il 45% del fatturato dell'S&P500 è realizzato al di fuori degli Stati Uniti. Un'esposizione al dollaro permette quindi di compensare parzialmente questo rischio.

La Cina e tutti i paesi emergenti devono organizzare abilmente il loro «soft landing». La situazione in Occidente dovrebbe favorire questo atterraggio morbido. La crescita attesa per questo universo di paesi resterà comunque di circa il 6%. In autunno sono stati pubblicati numerosi commenti sullo scoppio della bolla immobiliare cinese e le sue conseguenze sul sistema finanziario del paese. Il rallentamento dell'economia cinese e la difficoltà del governo a gestire gli eccessi indotti dal colossale piano di stimolo annunciato nel novembre 2008 sono effettivi.



Un'espansione del credito eccessiva, un'allocazione del capitale talvolta dubbia e inadeguata, tensioni inflazionistiche che sono perdurate molto più a lungo di quanto avessimo previsto e che hanno necessitato una stretta monetaria significativa, sono i motivi per i quali i mercati azionari di Shanghai e Hong Kong hanno deluso.

Lungi dal negare questi problemi, siamo al contrario convinti che oggi siano gestibili. **Quel che ci sembra importante, e forse difficile da concepire qui in Europa, è che in Cina i problemi saranno risolti con la crescita e non con un susseguirsi di misure di austerità.** Nel 2012 la crescita nominale del PIL dovrebbe essere prossima al 14% e quella degli impieghi creditizi dovrebbe essere analoga, ossia tra 7,5 e 8 trilioni di yuan. Avremo dunque un'economia che continuerà a creare ricchezza, ad un ritmo sostenuto, ma senza che il debito complessivo sfugga di mano. Per quanto riguarda il settore immobiliare, occorre ricordare che il consolidamento del settore è stato orchestrato dal governo. Inoltre, non dobbiamo dimenticare, che la Cina deve

ancora far fronte, per molti anni, ad una penuria di alloggi. Il governo ha logicamente tenuto conto di questa carenza attuale e futura e ha previsto di costruire 10 milioni di alloggi l'anno privilegiando e sovvenzionando quelli sociali. Il settore edilizio non rischia quindi di collassare e i migliori operatori del settore ne usciranno vincenti.

Il riorientamento delle economie emergenti verso la domanda interna e i consumi delle famiglie, proseguirà e si intensificherà. Inoltre, questi paesi dispongono di margini di manovra significativi in materia di stimolo monetario e fiscale. Infine, il deprezzamento delle valute nella seconda parte dell'anno e multipli di borsa inferiori a quelli dei mercati sviluppati sono tutti elementi che rendono particolarmente interessanti gli investimenti sia obbligazionari che azionari di questo universo.

Un 2012 rock 'n' roll quindi, durante il quale la gestione dei rischi manterrà un'importanza cruciale, ma un anno in cui la nostra gestione internazionale azionaria, diversificata e obbligazionaria, dispone di potenti motori di performance che sfrutteremo con forza e passione. Ma prima, permettetemi di porgervi i miei più sentiti auguri per il 2012.

Eric Le Coz

Redatto il 3 gennaio 2012

● **Valute** : I vantaggi di un euro più debole

Abbiamo dovuto aspettare la fine di ottobre, con l'epilogo della tragedia greca e il patetico vertice del G20, per assistere ad una flessione significativa dell'euro rispetto al dollaro (-9% in 2 mesi). Il calo della moneta unica dovrebbe continuare nel 2012, con l'entrata in recessione dell'Europa e la riduzione dei tassi di riferimento a livelli prossimi allo zero da parte della BCE. Questo deprezzamento sarà un vantaggio per le nostre aziende esportatrici, sulle quali il team azioni europee concentra

la sua attenzione. Questa flessione è anche un punto di forza per la nostra gestione internazionale, tanto obbligazionaria quanto azionaria, data la sua capacità di trarre profitto dall'apprezzamento delle valute nei confronti dell'euro. Le valute emergenti hanno risentito dei rimpatri di capitali internazionali a seguito del contagio dell'avversione al rischio. Ciononostante, non ci sembrano complessivamente sottovalutate attualmente, a parte forse la rupia indiana nel breve periodo.

● **Obbligazioni** : Una gestione obbligazionaria efficiente

I titoli di Stato tedeschi hanno beneficiato del loro status di beni rifugio e della prospettiva di un sensibile rallentamento, con un ulteriore calo di 45 punti base sulla scadenza a 10 anni in dicembre, chiudendo l'anno all'1,83%. Al contempo il decennale statunitense è sceso di 19 punti base, attestandosi all'1,88% a fine anno. L'elevata duration modificata dei nostri portafogli obbligazionari è stata quindi favorevole in quest'ultimo mese. In dicembre i tassi italiani a 10 anni sono rimasti invece stabili a circa il 7%. L'Italia è uno dei paesi dell'eurozona con il maggiore fabbisogno di rifinanziamento nel 2012, in particolare nel primo trimestre. Come si può ragionevolmente pensare che i conti pubblici italiani possano essere risanati e il paese costretto a rifinanziarsi a tassi così punitivi? Questi livelli mostrano chiaramente

che la situazione della zona euro non è ancora stabilita. La nostra gestione obbligazionaria è stata vincente, dimostrando grande prudenza e diversificando gli investimenti su società solide e su titoli di debito di paesi con fondamentali economici sani. Da notare le performance annue dello 0,8%, 1,6% e 9,5% conseguite rispettivamente da **Carmignac Sécurité**, **Carmignac Cash Plus** e **Carmignac Global Bond**. I rendimenti correnti dei nostri portafogli obbligazionari (e quelli dei nostri Fondi diversificati **Carmignac Patrimoine** e **Carmignac Emerging Patrimoine**), che costituiscono la base delle loro performance future, sono oggi particolarmente interessanti.

● **Azioni** : La gestione dell'esposizione netta al rischio azionario è un punto di forza

Nonostante un'analisi abbastanza corretta del quadro macroeconomico, la nostra gestione globale non è riuscita a sovraperformare gli indici di riferimento. Il motivo principale è un'allocazione eccessiva in azioni emergenti, duramente (e spesso ingiustamente) penalizzate da tensioni inflazionistiche persistenti e, successivamente, dal timore di un marcato rallentamento economico. Il corollario di questa sovraperponderazione in titoli emergenti è stato una sottoperponderazione significativa in titoli statunitensi, che hanno nettamente sovraperformato l'insieme dei grandi indici azionari mondiali (con una performance piatta dell'indice

S&P500 in dollari). Ciononostante, in un contesto globale sfavorevole per questa asset class, la gestione dell'esposizione netta è stata di grande aiuto, permettendo di contenere la flessione registrata dai mercati azionari. Il migliore esempio è **Carmignac Euro-Patrimoine**, che mediante una strategia simile al «long-short», e con un'esposizione massima al rischio azionario del 50%, ha ceduto solo l'1,2% nell'anno, e che su 3 anni, con un rialzo del 16%, fa due volte meglio dell'indice Eurostoxx 50 (dividendi reinvestiti).

● **Materie prime** : La crescita cinese resterà sostenuta

Nonostante una ripresa significativa nell'ultimo trimestre, la nostra gestione in questo segmento ha perso terreno nel 2011. Non è stato possibile trovare alcun rifugio, dato che la legislazione UCITS vieta l'indicizzazione diretta alle materie prime fisiche. Nell'intero anno, infatti, in dollari, le quotazioni del greggio hanno registrato un rialzo del 14%, mentre l'oncia d'oro ha messo a segno un guadagno dell'8,8%. Al contempo, l'indice dei titoli di servizi petroliferi ha perso l'11,8% e l'indice delle miniere aurifere ha segnato un calo dell'8,5%. Le quotazioni delle materie prime sono rimaste elevate, sostenute da

una domanda in costante aumento, benché meno vigorosa rispetto ai massimi ciclici, nonché per effetto di tensioni geopolitiche. La Cina, l'India, il Brasile e l'Indonesia continueranno comunque a crescere e la loro crescita seguita a richiedere un intenso utilizzo di risorse naturali. Riteniamo quindi che i titoli delle società presenti nei nostri portafogli globali, come quello di **Carmignac Commodities**, offrano un potenziale di recupero molto significativo che si concretizzerà se la prospettiva di una soluzione alla crisi europea ridurrà la propensione al rischio.

● **Fondi di Fondi** : allocazione degli investimenti

Un anno difficile per le performance assolute e relative dei nostri Fondi di Fondi, penalizzati come quelli globali da un'esposizione eccessiva ai mercati emergenti. Ne prendiamo atto. La gestione dell'esposizione netta azionaria resta un punto di forza e garantisce la necessaria flessibilità per l'anno che ci aspetta. Quanto alle azioni emergenti, come

indicato nell'Editoriale di questa lettera, ci sembrano offrire le migliori potenzialità in seno a questa asset class azionaria. La loro presenza in portafoglio dovrebbe permetterci di recuperare rapidamente le perdite accumulate quest'anno.

// PERFORMANCE DEI FONDI

	Valore liquidativo	2011	3 anni	5 anni
Carmignac Investissement A	8103,51	-9,95%	51,12%	24,36%
Carmignac Investissement E	123,54	-10,62%	46,39%	17,04%
<i>MSCI All Countries World Free (Eur)</i>		-6,39%	43,97%	-17,28%
Carmignac Grande Europe A	122,79	-14,47%	29,23%	-20,98%
Carmignac Grande Europe E	70,89	-15,12%	26,41%	-
<i>DJ Stoxx 600</i>		-11,34%	24,20%	-33,05%
Carmignac Euro-Entrepreneurs	163,02	-12,97%	46,69%	-18,56%
<i>DJ Stoxx 200 Small</i>		-17,52%	52,37%	-29,99%
Carmignac Emergents A	644,36	-12,09%	98,03%	5,04%
<i>MSCI Emerging Markets Free (Eur)</i>		-17,75%	76,48%	2,00%
Carmignac Emerging Discovery A	948,88	-19,12%	112,51%	-
<i>Index CARMIGNAC Emerging Discovery (Eur)</i>		-24,34%	94,54%	-
Carmignac Innovation	206,12	-8,53%	20,26%	-34,06%
<i>Index CARMIGNAC Innovation (Eur)</i>		3,27%	52,91%	1,70%
Carmignac Commodities A	321,75	-21,12%	95,38%	15,09%
<i>Index CARMIGNAC Commodities (Eur)</i>		-13,26%	59,00%	7,26%
Carmignac Patrimoine A	5224,80	-0,76%	25,45%	36,22%
Carmignac Patrimoine E	133,95	-1,25%	23,10%	30,71%
<i>50% MSCI AC World Free (Eur) + 50% Citigroup WGBI (Eur)</i>		1,76%	34,69%	16,46%
Carmignac Emerging Patrimoine A	98,10	-	-	-
Carmignac Emerging Patrimoine E	97,94	-	-	-
<i>50% MSCI EM Free (Eur) + 50% JPM GBI EM (Eur)</i>		-	-	-
Carmignac Euro-Patrimoine	276,77	-1,19%	16,06%	-4,20%
<i>50% DJ Euro Stoxx 50 + 50% Eonia Capitalizzato</i>		-8,08%	-0,82%	-16,52%
Carmignac Market Neutral A	1023,35	-6,62%	-1,29%	2,33%
<i>Eonia Capitalizzato</i>		0,88%	2,07%	10,41%
Carmignac Profil Reactif 100	150,59	-11,76%	34,34%	-11,44%
<i>MSCI All Countries World Free (Eur)</i>		-6,39%	43,97%	-17,28%
Carmignac Profil Reactif 75	174,28	-8,66%	25,47%	-2,30%
<i>75% MSCI AC World Free (Eur) + 25% Citigroup WGBI (Eur)</i>		-2,31%	39,49%	0,32%
Carmignac Profil Reactif 50	154,54	-4,29%	19,83%	6,19%
<i>50% MSCI AC World Free (Eur) + 50% Citigroup WGBI (Eur)</i>		1,76%	34,69%	16,46%
Carmignac Global Bond A	1066,26	9,47%	1,86%	-
<i>JP Morgan GGB</i>		10,81%	25,48%	-
Carmignac Securite	1545,44	0,81%	13,59%	21,24%
<i>Euro MTS 1-3 Y</i>		0,54%	5,65%	16,93%
Carmignac Cash Plus A	10536,29	1,62%	3,99%	-
<i>Eonia Capitalizzato</i>		0,88%	2,07%	-
Carmignac Court Terme	3738,15	0,95%	2,31%	10,36%
<i>Eonia Capitalizzato</i>		0,88%	2,07%	10,41%

Fonte: Morningstar, al 30/12/11.

Non vi è garanzia di uguali rendimenti e quest'ultimi non sono costanti nel tempo.



CARMIGNAC GESTION
24, place Vendôme - 75001 Parigi
Tel : (+33) 01 42 86 53 35 - Fax : (+33) 01 42 86 52 10
www.carmignac.fr

CARMIGNAC GESTION LUXEMBOURG
The plaza - 65, boulevard Grande Duchesse Charlotte - L-1331 Lussemburgo
Tel : (+352) 46 70 60 1 - Fax : (+352) 46 70 60 30
www.carmignac.com

Carmignac Gestion, Società Anonima – Società di gestione di portafoglio (autorizzazione no GP 97008 del 13/03/1997) – Codice NAF: 671C, capitale di 15 000 000 € – Registro di commercio di Parigi B 349 501 676
Carmignac Gestion Luxembourg, Società di Carmignac Gestion SA, Società Anonima, capitale di 3 000 000 € – R.C. Lussemburgo B 67 549