

Prospettive economiche e strategia di investimento per il secondo trimestre 2011

I – Prospettive economiche

► Negli Stati Uniti si profila un rallentamento ciclico dell'attività economica

La ripresa ciclica osservata dalla metà del 2009 sembra aver fatto dimenticare che la riduzione di un eccessivo indebitamento è un processo deflazionistico pesante e potenzialmente molto lento se non viene agevolato da una politica economica adeguata. Pertanto, si fanno sempre più incalzanti le pressioni negli Stati Uniti affinché tornino immediatamente sulla strada del rigore finanziario e, al contempo, mettano in atto una politica monetaria meno espansionistica. La fine programmata per giugno delle iniezioni di liquidità da parte della Fed, nonché le prospettive di bilancio meno favorevoli alla crescita potrebbero quindi unirsi agli effetti deflazionistici del rincaro del petrolio e ad un possibile rallentamento ciclico già preannunciato da diversi indicatori avanzati dell'attività. Fortunatamente, le richieste di minori stimoli da parte delle autorità potranno essere ostacolate. Sul piano finanziario, l'avvicinarsi delle elezioni presidenziali statunitensi potrebbe indurre alla circospezione sino a fine 2012. Sul fronte della politica monetaria, lo scetticismo dimostrato dal presidente della Fed nei confronti delle condizioni di fondo dell'economia USA garantisce, nel peggiore dei casi, una normalizzazione monetaria molto graduale, anche se la cessazione delle massicce iniezioni di liquidità a fine giugno è ormai sostanzialmente data per certa.

► In Europa, la stretta monetaria della BCE peserà sui paesi più deboli della zona euro

La crescita attuale induce i mercati a ritenere che i provvedimenti recentemente adottati a sostegno dei paesi in difficoltà basteranno a far uscire la zona euro dalla crisi. La volontà politica a favore del progetto europeo è evidente, ma i conti pubblici degli Stati membri, a cui è stata fornita assistenza e la stessa volontà politica sopravvivranno al rallentamento ciclico in atto, al rialzo dei tassi della BCE che indebolisce ulteriormente la Spagna, all'apprezzamento dell'euro che amplifica il rischio deflazionistico ovunque eccetto in Germania e alla mancata riduzione delle quotazioni petrolifere in tempi brevi? Ne dubitiamo. Pertanto, anche se i rischi che pesano sulle economie sviluppate non hanno tutti conseguenze immediate, sono numerosi. L'avvicinarsi della fine del QE2 potrebbe spingere gli investitori a prendere in conto questo fattore nelle valutazioni che verranno attribuite ai mercati azionari maturi.

► La problematica dell'inflazione è in via di risoluzione nei paesi emergenti

I paesi emergenti non devono far fronte al problema della sospensione degli stimoli fiscali e monetari. Anzi, la fine del QE2 negli Stati Uniti sembra destinata a ridurre le pressioni inflazioniste importate e agevolerà le loro politiche monetarie e valutarie. I futuri rialzi dei tassi saranno ostacolati in misura minore da afflussi di capitali esteri non desiderati, il che permetterà un contrasto all'inflazione più efficace, ottimizzato da un apprezzamento moderato delle loro valute. Analogamente, gli effetti inflazionistici del fenomeno climatico "La Niña" sui prezzi dei prodotti agricoli si

attenueranno progressivamente, con l'emergere di effetti di base favorevoli nei prossimi mesi. Se si esclude un'eventuale nuova carenza nell'offerta di petrolio, la problematica dell'inflazione sembra quindi in procinto di essere risolta nelle economie emergenti, tanto più che il rallentamento atteso nelle economie mature contribuirà a minori pressioni sui prezzi delle materie prime industriali.

► **La dinamica di crescita dei paesi emergenti prosegue ed è maggiormente orientata alla domanda interna**

A differenza delle economie sviluppate, l'universo emergente si mantiene all'interno del proprio ciclo economico, non condizionato dall'eccessivo indebitamento. Nel nostro scenario principale, l'inflazione non comprometterà il dinamismo delle economie emergenti ma si stabilizzerà su livelli superiori a quelli precedenti la crisi del 2008. Inoltre, il contagio di un eventuale rallentamento dei paesi sviluppati sull'universo emergente non sarà comunque paragonabile a quello del 2008, che aveva fortemente colpito le economie e i mercati emergenti, per almeno tre motivi. In primo luogo, la crisi del 2008 è conseguente all'improvviso prosciugarsi della liquidità globale, che ha naturalmente avuto un maggiore impatto sulle aree e sugli attivi ritenuti più rischiosi. In secondo luogo, le esportazioni verso i paesi sviluppati in crisi, hanno rappresentato un potente propulsore di crescita per numerosi paesi emergenti, mentre oggi lo sono in misura minore, considerando una previsione di contributo nullo al PIL delle esportazioni nette cinesi nei prossimi due anni. Infine, le Borse dei paesi nuovi avevano sovraperformato quelle delle economie mature per dieci anni consecutivi. Oggi, la maggior parte dei mercati emergenti, e in primis la Cina, esce da un periodo di sottoperformance e sembra, a nostro avviso, meno vulnerabile.

► **I rischi si rafforzano nell'universo sviluppato**

Nel contesto attuale, la bilancia dei rischi è quindi nettamente sfavorevole. La ripresa dei paesi sviluppati è resa più fragile, mentre il controllo dell'inflazione nei paesi emergenti sembra dipendere ormai solo dal rischio petrolio. Il contesto attuale si schiera quindi a favore di una rinnovata fiducia verso l'universo emergente nonché investimenti indicizzati al dinamismo emergente o di carattere difensivo nei paesi sviluppati.

II – Strategia di investimento

I – Azioni internazionali

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

Dopo un trimestre indubbiamente difficile per l'universo emergente, intendiamo approfittare delle opportunità create dalla sottoperformance della borsa cinese negli ultimi mesi in questo settore, mentre stimiamo che la fine della fase di inasprimento monetario sia vicina. Il tema del miglioramento del tenore di vita nei paesi emergenti è stato così leggermente rafforzato, dal 33,4% del trimestre precedente al 34,1% del patrimonio di Carmignac Investissement. I principali acquisti hanno interessato i titoli finanziari cinesi in portafoglio: China Life Insurance, Industrial and Commercial Bank of China e China Construction Bank. Abbiamo invece ridotto le ponderazioni dei nostri due mercati più vulnerabili a quotazioni del greggio elevati, ossia India e Turchia, liquidando Bahrat Heavy e Garanti Bankasi.

► Abbiamo effettuato prese di profitto nel settore delle materie prime

Abbiamo effettuato alcune prese di profitto nel settore delle materie prime, riducendone la ponderazione dal 12,4% al 9,3% del patrimonio di Carmignac Investissement. Il rialzo delle quotazioni del petrolio, unitamente alla prospettiva della fine del QE2, ci ha indotto a ridimensionare le posizioni più vulnerabili ad un cambiamento congiunturale che si aggiunge ad una riduzione, anche modesta, della liquidità. Non intendiamo tuttavia abbandonare completamente il settore, in quanto esso risulta strategico per la crescita dell'universo emergente.

► La nostra ponderazione nel settore dell'energia è rimasta stabile

Con il 15,6% del patrimonio di Carmignac Investissement, il tema dell'energia è rimasto stabile. La crescita del fabbisogno di energie fossili e gli ostacoli all'incremento della produzione nel lungo periodo sono tendenze persistenti. All'indomani della catastrofe di Fukushima, abbiamo aperto una posizione in Woodside Petroleum, produttore di gas australiano che dovrebbe beneficiare di un prevedibile forte aumento delle importazioni nipponiche di gas, e in Uranium One, gruppo minerario promettente la cui quotazione è stata oggetto di liquidazioni, a nostro avviso, eccessive. Abbiamo invece realizzato prese di profitto su quasi tutti i nostri titoli del settore dei servizi petroliferi (Schlumberger, National Oilwell, Transocean) ma anche sul produttore Anadarko dopo il brillante recupero conseguente alla catastrofe di Macondo.

► Di fronte alle disfunzioni monetarie, le nostre posizioni aurifere mantengono il loro status di titoli rifugio

La ponderazione delle miniere d'oro è diminuita dell'1%, passando dal 12,3% all'11,3% del patrimonio di Carmignac Investissement. Rimaniamo fiduciosi su questo tema, che rimane più che mai un rifugio a fronte di disfunzioni monetarie e problematiche sul debito sovrano che si stanno man mano ampliando.

► Il tema della crescita statunitense è stato ridotto

Al fine di rimanere in linea con il nostro scenario di un futuro rallentamento congiunturale, il tema della crescita statunitense è stato ridotto al 6,1% del patrimonio di Carmignac Investissement, principalmente attraverso il

ridimensionamento dei titoli bancari in portafoglio (Citigroup e Mastercard). Inoltre, la ponderazione del tema dell'innovazione è aumentata al 15,1%, mentre quella dei titoli difensivi è rimasta stabile (4,9%).

► Abbiamo ridotto l'esposizione al cambio dollaro

La nostra gestione di allocazione valutaria ci ha indotto a coprire parzialmente i nostri investimenti in dollari (52%, comprese le valute assimilate) nel fondo Carmignac Investissement. Alla luce dei fattori antagonisti che pesano sulla parità euro/dollaro, continuiamo tuttavia a monitorare molto attentamente quelli in grado di determinare un'inversione del trend rialzista sull'euro.

II – Motori di performance obbligazionaria

► La nostra allocazione in obbligazioni societarie resta preponderante

La nostra allocazione in obbligazioni societarie è rimasta pressoché stabile al 34% del patrimonio di Carmignac Patrimoine. Come avevamo previsto nel trimestre precedente, il segmento delle obbligazioni societarie ha resistito bene ai venti contrari che colpiscono gli investimenti obbligazionari. Confermiamo la nostra strategia per questo trimestre, con obbligazioni poco sensibili al rischio di tasso (scadenze brevi) che beneficiano di premi per il rischio elevati. I fondamentali continuano ad essere determinanti nel nostro approccio: il processo di riduzione dell'indebitamento delle imprese prosegue, portando a revisioni al rialzo del rating. Nei prossimi mesi il contributo alla performance del segmento obbligazioni societarie dovrebbe continuare a crescere, in particolare grazie alla stabilizzazione dei tassi di interesse, che dovrebbe più che compensare l'effetto del rallentamento congiunturale che prevediamo.

► Il segmento dei titoli di Stato dei paesi sviluppati è stata ridotto

Il segmento dei titoli di Stato dei paesi sviluppati è stato ridotto dal 6,6% al 3% del patrimonio di Carmignac Patrimoine. Gli interrogativi sulla solvibilità degli Stati più deboli della zona euro continuano a tenerci lontani dai titoli europei periferici. Nel trimestre precedente, le prospettive di rialzo dei tassi di interesse ci hanno indotto a liquidare tutte le nostre posizioni in titoli di Stato decennali tedeschi, oltre a quelli statunitensi e britannici. Per il periodo a venire, le pressioni sui tassi tedeschi potrebbero tuttavia attenuarsi con il progressivo approssimarsi della decelerazione del ciclo economico, mentre la correzione al rialzo sulle scadenze brevi ha già avuto luogo. Nelle prossime settimane saremo quindi in grado di cogliere opportunità di mercato per incrementare l'investimento in questo comparto.

► Il segmento dei titoli di Stato emergenti rappresenta l'8,2% del patrimonio

La quota del patrimonio di Carmignac Patrimoine investita in titoli di Stato emergenti è pari all'8,2%, di cui il 6,7% è investito nel debito emergente locale. I conti pubblici dei paesi emergenti ci inducono a rafforzare l'esposizione già in essere. L'Europa dell'Est, in parte trascurata nel 2010, offre opportunità alla luce dei recenti aggiustamenti di cui hanno beneficiato alcuni paesi di quest'area.

Contatti per la stampa:

CARMIGNAC GESTION

Agnès Séverin

Co-Head of Communication

Tel: + 33 1 70 38 56 85

aseverin@carmignac.com

Josipa FINK

Tel: +33 1 70 92 33 74

jfink@carmignac.com

ROCHAT&PARTNERS

Claude Olivier ROCHAT

Tel : +41 22 786 54 55

crochat@rochat-pr.ch

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 50 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.