

Terzo trimestre 2009

Carmignac Gestion

Previsioni economiche e strategia d'investimento

I – Previsioni economiche

- La ripresa economica mondiale è confermata, ma si accentua il divario tra paesi sviluppati e paesi emergenti

Benché gli economisti del FMI intravedano una conferma della ripresa della crescita dei paesi sviluppati per il 2010 (+1,6% negli USA e in Giappone e +0,3% in Europa), l'universo sviluppato nel complesso tarda a confermare una dinamica di crescita durevole. Infatti, malgrado i piani di rilancio, questo ritorno alla crescita è dovuto soprattutto al miglioramento dei saldi commerciali (connesso al calo delle importazioni) e ad una tenuta dei consumi migliore del previsto. Questa buona tenuta della domanda finale si fonda tuttavia su elementi che potrebbero rivelarsi fragili. Oltre ai classici effetti occasionali connessi alle misure di sostegno del tipo "incentivi per la rottamazione" nel settore automobilistico negli Stati Uniti, il consumo ha beneficiato del calo dei prezzi al consumo (-1,5% su base annua). Gli effetti meccanici di questa flessione in termini di aumento del potere d'acquisto paiono difficilmente riproducibili nel prossimo periodo, data la diminuzione dei salari orari in particolare.

- L'universo emergente, e in primo luogo la Cina, evidenzia prospettive di crescita sane

Questa situazione contrasta nettamente con la notevole resistenza di cui hanno dato prova i paesi emergenti. L'efficacia dei suoi piani di rilancio in particolare, ha consentito alla Cina di tornare ad un tasso di crescita vicino al 9%, mentre l'India ritrova una crescita superiore al 6% e il Brasile si riprende con vigore. La vitalità registrata dall'economia cinese ha ampiamente favorito le economie vicine più dipendenti dai mercati esteri: le esportazioni di Taiwan e della Corea del Sud apportano nuovamente un forte contributo alla crescita, grazie al dinamismo del potente vicino. I livelli delle esportazioni della Corea, ad esempio, sono infatti oltre il 6% rispetto a prima dello choc provocato dal crollo di Lehman Brothers. Il vigore della domanda cinese avvantaggia anche i paesi produttori di materie prime, che evidenziano tassi di crescita invidiabili.

- ▶ Le autorità pubbliche devono mantenere il sostegno alle economie sviluppate

In un contesto in cui il rimbalzo economico dei paesi sviluppati è ancora poco garantito, riteniamo essenziale che le autorità pubbliche mantengano le loro politiche di sostegno di bilancio e monetarie. Paradossalmente, il rischio maggiore per il nostro scenario sarebbe la percezione di una ripresa economica troppo rapida, che giustificherebbe una normalizzazione prematura delle politiche monetarie nei paesi più strategici per l'equilibrio mondiale. Una sospensione delle misure non convenzionali da parte della Fed condurrebbe inevitabilmente ad un sensibile rimbalzo dei tassi obbligazionari e ad una notevole riduzione della liquidità. Le principali economie avanzate dovrebbero a nostro avviso continuare a portare avanti politiche accomodanti, rinviando nel tempo le inevitabili rettifiche: restringimento della liquidità e, soprattutto, ripristino dei conti pubblici. Il lento processo di riduzione della leva deve poter proseguire, affinché sia possibile garantire il trasferimento del debito della sfera privata verso la sfera pubblica a tassi di finanziamento sostenibili per tutti i governi.

II - Strategia di investimento

I - Titoli azionari internazionali

- ▶ Il contesto di mercato rimane favorevole ai mercati azionari e giustifica il nostro posizionamento offensivo

Il nostro ottimismo nel trimestre precedente rispetto al proseguimento del forte rimbalzo dei mercati azionari non è stato disatteso e l'andamento degli ultimi mesi conferma indubbiamente la nostra scelta strutturale di esposizione alle tematiche del miglioramento del tenore di vita nei paesi emergenti e del suo corollario, ossia il tema della scarsità delle risorse naturali. Inoltre, l'ottima tenuta dei mercati azionari dei paesi sviluppati di fronte alla serie di dati economici deludenti provenienti da oltre Atlantico da fine settembre a inizio ottobre giustifica la nostra scelta di mantenere elevata l'esposizione ai mercati azionari. Infatti, la crescita lenta delle economie sviluppate presenta il vantaggio di rinviare nel tempo quello che si è deciso di definire le « strategie di uscita » delle politiche monetarie e di bilancio espansionistiche. Abbinata a tassi prossimi allo zero e a liquidità più che abbondanti, riteniamo che questa combinazione di fattori costituisca un contesto favorevole ai mercati azionari.

- ▶ I mercati non ci paiono sopravvalutati

Benché, certamente, le società americane, dopo il rialzo di quest'estate, siano valutate a 17,5x gli utili medi degli ultimi 10 anni, ossia circa il 10% oltre la loro valutazione media degli ultimi 20 anni, il multiplo beneficiario stimato a 14,8x per il 2010 è ancora ragionevole, soprattutto grazie ai guadagni di produttività in corso. I tagli dei costi operati dalle aziende nonostante il crollo dell'attività, abbinati alla riduzione del carico del debito grazie alla riduzione dell'indebitamento, costituiscono due fattori molto favorevoli alla redditività delle aziende. Per quanto riguarda le società emergenti e delle materie prime, mantengono una quotazione sotto la pari media del 20% rispetto agli indici di borsa dei paesi avanzati, nonostante la loro recente valutazione e le prospettive nettamente più favorevoli.

- ▶ Rimaniamo posizionati sul tema del miglioramento del tenore di vita nei paesi emergenti e sul tema delle risorse naturali

Nel segmento offensivo del portafoglio di Carmignac Investissement (70%), la posizione preminente spetta ancora al tema del miglioramento del tenore di vita nei paesi emergenti, con un 26,2% del patrimonio. La crisi si è rivelata un acceleratore del riequilibrio globale a vantaggio dei paesi emergenti. La normalizzazione delle politiche monetarie consentita dal rapido miglioramento economico dei principali paesi emergenti contribuisce all'accelerazione dell'apprezzamento delle valute emergenti rispetto alle grandi valute internazionali, fornendo un ulteriore stimolo ad investire nell'universo emergente. Le risorse naturali costituiscono il 23,7% del patrimonio di Carmignac Investissement. La solidità della domanda di materie prime nei paesi emergenti, abbinata al fatto che la domanda sembra avere raggiunto il livello minimo nei paesi sviluppati, rafforza la nostra fiducia nelle prospettive a medio termine.

- ▶ Manteniamo una componente difensiva del 30% degli attivi di Carmignac Investissement

A fianco del 70% investito nei temi di crescita, il Fondo Carmignac Investissement detiene un comparto difensivo che costituisce il 30% del patrimonio, costituito da titoli difensivi (sanità, consumi non ciclici, ecc.) e posizioni aurifere. Con il 13,2% del patrimonio di Carmignac Investissement, il tema aurifero continua ad offrire la migliore copertura contro la materializzazione del rischio inflazionistico quanto di quello deflazionistico.

II - Motori di performance obbligazionarie

- ▶ Manteniamo la nostra strategia destinata a beneficiare della flessione dei premi su obbligazioni societarie

Nel complesso, le obbligazioni societarie hanno beneficiato nei mesi scorsi di una forte contrazione dei premi di rischio grazie al miglioramento del contesto economico. Riteniamo che tale movimento dovrebbe proseguire, ma in un contesto di sovraperformance dei crediti più rischiosi rispetto ai meno rischiosi. Tenuto conto di un ambiente economico divenuto più favorevole, abbiamo avviato una rotazione del portafoglio cedendo le obbligazioni con premi inferiori ad 80 punti base per concentrarci (fino al 40% del portafoglio corporate) su premi più generosi al 2% e oltre, su crediti il cui profilo rendimento/rischio ci pare allettante. Il segmento obbligazioni societarie costituisce il 30% del patrimonio di Carmignac Patrimoine.

► Le strategie emergenti sono state rafforzate

La cesura macroeconomica osservata tra i mercati sviluppati e quelli emergenti contribuisce ad un movimento di apprezzamento delle valute emergenti. Nel corso del trimestre, pertanto, i premi di rischio sui debiti esteri si sono ristretti, tenendo soprattutto in considerazione l'ingresso del Brasile nella categoria dei crediti di prima categoria. I debiti locali, dal canto loro, hanno beneficiato del calo degli indici d'inflazione, consentendo alle banche centrali di proseguire le loro politiche accomodanti. In questo contesto, abbiamo rafforzato le nostre strategie emergenti, sul debito locale, sul debito estero e sulle valute. Questo segmento costituisce ormai il 10,5% del patrimonio di Carmignac Patrimoine.

► I titoli di Stato presentano un profilo rendimento/rischio poco interessante

Anche nel nostro scenario di ripresa lenta dell'attività nei paesi sviluppati, i titoli di Stato dei paesi sviluppati ci paiono presentare un profilo di rendimento/rischio poco interessante. Il taglio dei tassi osservato nell'ultimo trimestre non ci pare un fenomeno destinato a durare. In questo contesto, il segmento titoli di Stato all'interno di Carmignac Patrimoine è stato ridotto dal 15% al 10% del patrimonio.

► Rimaniamo posizionati sulle obbligazioni statunitensi indicizzate all'inflazione

Abbiamo per contro ritenuto prudente rafforzare le nostre posizioni sulle obbligazioni indicizzate all'inflazione statunitense, in quanto anche se l'inflazione salariale dovrebbe rimanere quasi inesistente, in considerazione della debolezza del mercato del lavoro, l'inflazione nominale dovrebbe progredire nel corso dei prossimi mesi in ragione di effetti di base sfavorevoli. Questo segmento costituisce il 9% del patrimonio di Carmignac Patrimoine.

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 quasi 30 miliardi di euro di attivi in gestione, Carmignac Gestion propone 19 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 8 paesi europei: Francia, Lussemburgo, Svizzera, Belgio, Italia, Germania, Spagna e Paesi Bassi. 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.