

Carmignac Gestion - Prospettive economiche e strategia di investimento Secondo trimestre 2009

I - Prospettive economiche

► L'economia mondiale è entrata in una fase di normalizzazione

Alla fine dello scorso trimestre avevamo dichiarato che il picco dell'indebolimento economico era alle nostre spalle. I dati macroeconomici di questi ultimi mesi confermano la nostra visione. Naturalmente c'è ancora molta strada da fare, in quanto la ripresa dei paesi sviluppati stenta a decollare. Ciò nonostante, sembra evidente che l'economia mondiale si sia ormai assestata verso una fase di normalizzazione. Le autorità politiche e soprattutto monetarie, in particolare nel mondo anglosassone, hanno fornito i mezzi necessari per rilanciare la macchina economica. Alla fine, il loro attivismo, nonché il successo del G20, hanno avuto la meglio sul clima di panico che ancora persisteva all'inizio di marzo. Di conseguenza, il piano Geithner (PPIP), destinato ad alleggerire le banche dei loro asset tossici, potrebbe essere attuato solo in misura molto limitata; in effetti, il netto miglioramento delle prospettive di valutazione di tali attivi spinge i loro detentori a conservarli. Inoltre, l'irripidimento della curva dei tassi d'interesse, derivante da una migliore percezione del futuro economico e dal mantenimento dei tassi di riferimento a livelli molto bassi, aiuta le banche commerciali a riprendersi: l'attività tradizionale di trasformazione (chiedere prestiti a breve termine per prestare a lungo termine (...al governo!)) è tornata ad essere straordinariamente redditizia. I guadagni conseguiti copriranno le future perdite nell'immobiliare commerciale e nelle carte di credito in particolare, e permetteranno di non intralciare eccessivamente la capacità delle banche di concedere prestiti al settore privato.

► Il rischio d'inflazione è escluso nel medio periodo

L'abbandono dei timori deflazionistici a vantaggio di un ritorno delle previsioni inflazionistiche sulla scia del rincaro delle materie prime e di una concentrazione dei mercati sulle strategie a favore dell'uscita dalla crisi è potuto tradursi come la materializzazione di questo cambiamento di prospettiva. Riteniamo che il timore di tale ritorno sia prematuro. In effetti, la debolezza del mercato del lavoro rende molto improbabile l'attuazione di una spirale inflazionistica alimentata dall'impennata dei salari. Inoltre, il basso tasso di utilizzo delle capacità di produzione negli Stati Uniti costituisce un notevole freno a qualsiasi velleità di aumento dei prezzi da parte degli industriali.

► La riduzione dell'effetto leva è in atto

Le statistiche americane mostrano un netto calo dell'attività di credito, con una diminuzione del volume globale di credito nel settore privato. L'elemento positivo per le banche sta nel fatto che tale flessione deriva principalmente dal credito concesso al di fuori del sistema bancario (cartolarizzazione, AIG, *hedge fund*). Pertanto, sebbene il volume totale dei crediti sia in calo, le banche dovrebbero tuttavia registrare un aumento complessivo delle loro quote di mercato nell'attività di credito. Questa diminuzione del volume globale di credito è il riflesso della riduzione dell'effetto leva attraverso la quale deve passare l'imprescindibile risanamento finanziario delle economie sviluppate. Lasciare che il volume globale di credito si riduca senza annientare la crescita economica costituisce la principale difficoltà delle

politiche economiche e monetarie attuali mentre il conseguimento di un sensibile irripidimento della curva dei tassi rappresenta una prima vittoria e offre una seria nuova garanzia per uscire dalla crisi.

► **All'investimento dovrà far seguito il consumo**

L'attività americana conferma solo sommessamente il proprio miglioramento. Sebbene gli indicatori precursori della crescita (in particolare, gli indici ISM) abbiano proseguito la loro ripresa avviata dal mese di febbraio 2009, i dati reali tardano ancora a confermare la schiarita preannunciata. Il livello delle scorte continua ad adeguarsi alla debolezza della domanda globale, impedendo per il momento il ritorno di una produzione industriale in crescita...ma lasciando intatto il potenziale di rilancio futuro! Al contrario, il consumo negli Stati Uniti è rimasto stabile (+1,4% nel primo trimestre e gli indici per il secondo sono ancora più positivi), nonostante un mercato occupazionale che continua a distruggere posti di lavoro a un ritmo che effettivamente va rallentando in maniera incoraggiante (345.000 a maggio, 467.000 a giugno contro 741.000 a gennaio). In tale contesto, la ripresa globale sarà considerata stabilita in modo durevole solo quando sarà stata ampiamente avviata la ricostituzione delle scorte e gli scambi mondiali avranno confermato il loro rimbalzo; due condizioni indispensabili al ripristino degli investimenti. In questa fase del ciclo economico, riteniamo necessario, ai fini della continuità del miglioramento congiunturale, che ogni peggioramento dei dati economici ceda il passo, in un futuro non troppo lontano, a cifre di crescita positive *stricto sensu*. Tuttavia, non siamo particolarmente preoccupati. La congiuntura americana dovrebbe riprendersi nel corso dei prossimi mesi grazie al duplice impatto del piano di rilancio dell'amministrazione Obama (6% del PIL in due anni) e al ripristino del credito reso possibile attraverso la notevole rimessa in sesto della macchina bancaria in questo secondo trimestre.

► **Il riequilibrio globale subisce un'accelerazione**

Sebbene le economie avanzate mostrino, per ora, solo un dinamismo incerto, lo stesso non vale per i principali paesi emergenti. La loro resistenza alla stasi dei paesi sviluppati è estremamente incoraggiante. Quest'anno, in Cina si prevede una crescita superiore al 7%, mentre l'India e il Brasile continuano a beneficiare di notevoli prospettive. Questi andamenti confermano la validità della nostra analisi, secondo cui la crisi mondiale costituisce un acceleratore del riequilibrio globale. Inoltre avvalorano la nostra previsione di un ritorno a un contesto più favorevole alla ripresa dell'attività mondiale e all'investimento azionario.

II - Strategia di investimento

I – Titoli azionari internazionali

► Privilegiamo uno scenario di ripresa non inflazionistica

Tra le massicce iniezioni di liquidità nei paesi sviluppati, che tuttavia non dovrebbero portare ad un ritorno dell'inflazione, e la resilienza dei principali paesi emergenti, il contesto generale sembra confermare il nostro scenario di ripresa non inflazionistica, la cui attuazione non sarà comunque lineare. La sensibilità ai dati macroeconomici, soprattutto americani, alimenterà la volatilità, poiché il profilo della ripresa nei paesi sviluppati rischia di essere caotico. Tuttavia, la portata della ripresa dei mercati registrata fra i mesi di marzo e maggio ha pochi precedenti e sembra legittimo chiedersi se i mercati azionari non siano troppo in vantaggio rispetto all'economia.

► La valorizzazione dei mercati azionari continua a offrire opportunità

Oggi, le società americane sono valutate 16,3 volte i loro utili medi degli ultimi 10 anni, ovvero la loro valutazione media degli ultimi 20 anni. Pertanto sarebbero valutate al loro giusto prezzo in dati storici, sebbene il peggioramento delle prospettive dell'economia americana possa giustificare un rapporto prezzo/utili più basso. Al contrario, le società emergenti e di materie prime, nonostante la loro vivace ripresa recente e le loro prospettive nettamente più favorevoli, vedono le stime dei propri utili per il 2009 valutate del 20% in meno rispetto alla totalità dei titoli inclusi nell'indice delle Borse dei paesi sviluppati.

► Nell'attesa della conferma della ripresa dell'economia reale, manteniamo la nostra componente difensiva

In questo contesto, aspettiamo la pubblicazione di indicazioni più incoraggianti sugli investimenti negli Stati Uniti per esporci nuovamente alle tematiche più sensibili alla crescita economica. Confidiamo nella struttura attuale dei nostri portafogli. Carmignac Investissement conserva così la struttura "Barbell" che si è rivelata adeguata dal mese di ottobre 2008. Con il 32% del portafoglio destinato a investimenti risolutamente difensivi (liquidità o settori difensivi) e il 62% dedicato a temi che traggono maggiormente vantaggio dalla ripresa economica, il Fondo dovrebbe dimostrarsi in grado di ammortizzare le flessioni e beneficiare ampiamente dei periodi di rialzo.

► Il tema del miglioramento del tenore di vita nei paesi emergenti resta di centrale importanza

I principali mercati emergenti beneficiano di prospettive molto più incoraggianti rispetto a quelle considerate durante gli ultimi rallentamenti economici, in particolare attraverso due fattori di sostegno principali:

- una solida posizione di bilancio, rafforzata da cospicue riserve di cambio, e un'eccedenza della bilancia dei pagamenti correnti che consentono alle autorità di avviare le politiche fiscali e monetarie necessarie. La crescita continua del credito in Cina e l'allentamento della politica monetaria in Brasile ne sono la dimostrazione.
- un consenso politico a favore di riforme strutturali nella quasi totalità delle grandi economie emergenti. L'esempio più recente è dato dal risultato delle elezioni indiane che favorisce la corrente riformista.

La sovraperformance dei mercati emergenti rispetto ai mercati sviluppati, avviata alla fine del 2008, ha subito un'accelerazione nel secondo trimestre. Il divario è aumentato, soprattutto grazie alla diminuzione globale dell'avversione al rischio. Questa tendenza è indubbiamente legata alla dinamica positiva registrata dall'economia cinese nel corso degli ultimi sei mesi. Vari paesi emergenti hanno pubblicato dati statistici economici nettamente superiori alle previsioni pessimistiche di inizio anno. I flussi di capitali internazionali entrati, in forte aumento, sono stati

effettivamente accompagnati da cospicui investimenti da parte degli operatori nazionali, soprattutto in Asia (in parte grazie al livello estremamente basso dei tassi d'interesse). Alla luce di tali elementi, il miglioramento del tenore di vita nei paesi emergenti consolida la sua posizione di tema principale nella nostra gestione, con il 27% del patrimonio di Carmignac Investissement.

► **Le risorse naturali traggono vantaggio dal dinamismo della domanda cinese**

Nel corso del trimestre, il segmento "risorse naturali" ha subito una lieve erosione, passando da circa il 25% al 23% del portafoglio, principalmente a causa di una performance relativa negativa. L'attesa da parte dei mercati di una conferma della ripresa degli investimenti nei paesi sviluppati ha un certo peso e spiega la correzione borsistica dei settori dell'energia e dei materiali di base dopo la loro sovraperformance estremamente significativa dall'inizio dell'anno. Tuttavia, il dinamismo relativo della Cina, paragonato al resto del mondo, produce un impatto fondamentale sulle materie prime. In passato, per gran parte delle materie prime, l'Impero di Mezzo rappresentava dal 25% al 30% della domanda mondiale. Tenuto conto dell'indebolimento delle economie sviluppate, questa quota ha raggiunto circa il 40%, se non oltre. Questo fenomeno, amplificato dall'accelerazione della crescita di tutto il mondo emergente, comporta due conseguenze: un sostegno più consistente del previsto della domanda a breve e medio termine e il rafforzamento del rischio di una vera e propria carenza dell'offerta di certe materie prime a lungo termine. Considerando la continua riduzione dell'offerta, questa dinamica costituisce indubbiamente un fattore strutturale per gli investimenti nelle società produttrici di materie prime.

► **Sostenute da tassi favorevoli, le grandi banche USA riprendono la strada della crescita**

Il tema delle banche anglosassoni rappresenta circa il 12% del patrimonio di Carmignac Investissement. Le banche americane, che hanno risanato i propri bilanci, si ritrovano ormai in una situazione concorrenziale particolarmente invidiabile, mentre la pendenza della curva dei tassi consente loro attualmente, attraverso la loro attività di trasformazione, di coprire gran parte delle perdite causate dalle proprie attività ancora esposte agli effetti della crisi.

II – Motori di performance obbligazionarie

► **Le obbligazioni societarie restano il nostro vettore di performance privilegiato**

In un contesto di tassi caratterizzato da un Eonia allo 0,4%, la ricerca di titoli per il loro rendimento costituisce un asse privilegiato della nostra gestione. Le obbligazioni private emesse da società private di qualità per durate limitate (meno di 5 anni) restano l'investimento di qualità nell'universo obbligazionario. Gli spread di credito hanno già registrato una notevole riduzione legata alla normalizzazione dell'economia nel corso degli ultimi mesi. Di conseguenza, la valutazione attuale dei premi di rischio, sebbene coincida con un'economia in procinto di uscire dalla recessione, non riflette ancora le prospettive di ripresa e continua a offrire un potenziale di miglioramento. In questo contesto, abbiamo scelto di strutturare la componente delle obbligazioni societarie di Carmignac Patrimoine (passata dal 19% al 29% nel corso del trimestre) attorno a settori con orientamento difensivo (beni di consumo non ciclici, sanità), sui quali non prevediamo una riduzione degli spread di credito, ma che offrono un rendimento soddisfacente. A questa componente si aggiungono obbligazioni in settori più ciclici (finanza, materie prime, industria, beni di consumo ciclici), che non solo offrono rendimenti elevati, ma conservano un notevole potenziale in termini di contrazione dei premi di rischio, il cui proseguimento dipenderà della conferma della ripresa economica globale.

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

I titoli di Stato dei paesi sviluppati sono stati ridotti dal 21% al 15% del portafoglio di Carmignac Patrimoine. La nostra ponderazione in questa categoria di attivi è rimasta debole e concentrata unicamente sul segmento breve della curva europea. Continuiamo a ritenere poco rischiosi i buoni del Tesoro (non superiori a 2 anni), data la loro scarsa remunerazione. Tale previsione è tanto più fondata in Europa, dove l'allontanamento della prospettiva di una ripresa dell'attività nel 2010 rende improbabile un prossimo irrigidimento della politica monetaria della BCE.

► Approfittiamo della ricostituzione del premio d'inflazione negli Stati Uniti

La fase attuale di "normalizzazione" ha incoraggiato i mercati a ricostituire un premio d'inflazione. Approfittiamo della ricostituzione del divario fra i tassi nominali e i tassi reali in virtù del nostro arbitraggio a favore dei titoli di Stato indicizzati all'inflazione a scapito dei titoli di Stato nominali. Anche se per il momento non prevediamo un ritorno importante dell'inflazione a medio termine, beneficiamo di un ritorno alla normalità, dopo un periodo in cui le previsioni inflazionistiche molto limitate riflettevano i timori deflazionistici legati al contesto della crisi. Questo segmento è stato aumentato dal 6% al 9% in Carmignac Patrimoine.

► I paesi emergenti sono l'elemento determinante della ripresa

I mercati obbligazionari emergenti hanno ampiamente approfittato del ritorno di prospettive di crescita favorevoli. I nostri investimenti sono stati sostenuti da due temi di gestione: il ritorno nei paesi che beneficiano di un traino di crescita endogeno (Brasile, Cina tramite i paesi in grado di indicizzarsi alla domanda cinese, come la Corea) e la convergenza europea (Polonia). Abbiamo aperto posizioni in questo senso, soprattutto sui debiti denominati in valute forti (dollaro ed euro). A titolo esemplificativo, abbiamo sottoscritto all'emissione di un titolo di Stato coreano in dollari a 5 anni con un rendimento supplementare del 4% in più rispetto al buono del Tesoro statunitense di pari scadenza. Alla fine del trimestre, si attestava al 2,4%. Queste posizioni sono state completate da un posizionamento ribassista sui tassi in Brasile e dall'acquisto di un debito locale con scadenza 2012 che offre un rendimento dell'11,5%. Queste strategie avviate nei paesi emergenti rappresentano attualmente il 3,7% del portafoglio di Carmignac Patrimoine; intendiamo tuttavia raddoppiare questa allocazione a seconda delle opportunità di mercato.

Contatti stampa :

CARMIGNAC GESTION
Julie BENOIT, Head of Communication
Tel.: (+33) 01 70 92 33 66
jbenoit@carmignac.com

TWISTER
Viviana MEROTTO / Claudia CARACAUSI
Tel: +39 02 43 81 14 213
vmerotto@twistergroup.it/ccaracausi@twistergroup.it

Carmignac Gestion in breve

Fondata nel 1989 da Edouard Carmignac, Carmignac Gestion figura oggi tra i principali protagonisti europei del settore: la 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 all'attuazione di una gestione performante e riconosciuta.

Con oltre 20 miliardi di euro in gestione, Carmignac Gestion ha sviluppato un'offerta completa di 19 OICR nell'insieme delle classi di attivi azioni, obbligazioni 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 8 paesi europei: Francia, Lussemburgo, Svizzera, Belgio, Italia, Germania, Spagna e Paesi Bassi. Nel quadro del suo sviluppo internazionale, la società dispone dal 1999, di una filiale in Lussemburgo e ha aperto, nel 2008, due uffici di rappresentanza a Madrid e a Milano.