

## Panorama Globale

Stefan Hofrichter, Senior Strategist RCM

### Renminbi—attesa una forte rivalutazione in termini reali

Gli Stati Uniti hanno chiesto ripetutamente la rivalutazione del Renminbi cinese. Per quanto sia difficile prevedere le tempistiche di una rivalutazione nominale della valuta cinese, dato che si tratta di una decisione che deve essere presa dalle autorità politiche cinesi, siamo convinti che il Renminbi si rivaluterà molto in termini reali nel corso del prossimo decennio. La rivalutazione in termini reali può avvenire tramite una rivalutazione nominale oppure attraverso un aumento dell'inflazione rispetto ai partner commerciali.

Secondo l'indice Big Mac di The Economist (che stima la parità del potere di acquisto basata su un singolo prodotto, il Big Mac), il Renminbi attualmente è sottovalutato per il 50% circa rispetto al Dollaro USA, ma in misura inferiore rispetto alle valute di altri paesi sviluppati. Anche la maggior parte delle valute dei mercati emergenti è sottovalutata, anche se meno del Renminbi, in media del 20% circa. Negli ultimi cinque anni il Renminbi ha già subito una rivalutazione rispetto al Dollaro USA del 25% circa. Si tratta del cosiddetto effetto Balassa-Samuelson. Secondo questa teoria, sulla base dell'incremento della produttività e dell'aumento dei tassi di crescita dei salari rispetto alle economie sviluppate, le valute dei mercati emergenti tendono ad essere sottovalutate dal punto di vista strutturale e a rivalutarsi in termini reali rispetto alle valute dei paesi sviluppati.

#### Le prospettive del Renminbi per il futuro

Presupponiamo che la sottovalutazione del Renminbi converga con la sottovalutazione media di altre valute dei mercati emergenti. Applicando una stima quantitativa alla rivalutazione reale futura basata sui differenziali di crescita stimata e presupponendo che la crescita reale in Cina sia superiore del 6 per cento circa alla crescita negli Stati Uniti, giungiamo alla conclusione che il Renminbi potrebbe rivalutarsi del 5% circa all'anno rispetto al Dollaro USA nel corso del prossimo decennio (complessivamente più del 60%).

A prima vista potrebbe sembrare molto, ma questo dato corrisponde all'andamento dello Yen dopo il 1960, ovvero nei 15 anni in cui il Giappone ha iniziato a ricostruire la propria economia. Fino alla metà degli anni '90 lo Yen si è rivalutato di quasi il 300% rispetto al Dollaro USA. Fino alla metà/fine degli anni '70 la rivalutazione reale è avvenuta innanzi tutto attraverso un ampliamento del differenziale di inflazione, successivamente solo attraverso una rivalutazione nominale. Dal 1994, ovvero circa 15 anni dopo che la Cina decise di modernizzare la propria economia, il Renminbi si è rivalutato meno dello Yen in un periodo di tempo comparabile. Se il Renminbi di fatto riuscirà a rivalutarsi del 5% in termini reali nel prossimo decennio, la rivalutazione complessiva sarebbe praticamente come quella dello Yen tra il 1960 e il 1985, quindi la stima ci sembra realistica.

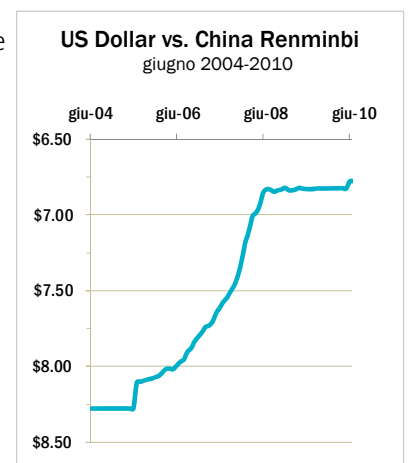
#### Le implicazioni di una rivalutazione in termini reali del Renminbi

Per la Cina l'alternativa è tra una rivalutazione nominale e un aumento dell'inflazione. Se il tasso di cambio nominale resterà invariato, ci aspettiamo un forte incremento dell'inflazione. In effetti una crescita robusta della moneta in Cina è coerente con un aumento dell'inflazione sull'8-9 per cento già verso la fine di quest'anno.

... Continua a pagina 4

#### In questo numero:

- |   |   |
|---|---|
| <b>Panorama globale</b><br>Attesa una forte rivalutazione in termini reali del Renminbi                       | 1 |
| <b>Punti di vista</b><br>I piani pensionistici a prestazione definita vanno salvati?                          | 2 |
| <b>Prospettive USA</b><br>Aggiornamento sul mercato   | 3 |
| <b>Segnali dalla ricerca</b><br>Tecnologie per l'energia pulita in Asia                                       | 3 |
| <b>Grassroots<sup>SM</sup> Research</b><br>Tendenze delle scommesse sportive sui Mondiali di calcio in Europa | 3 |

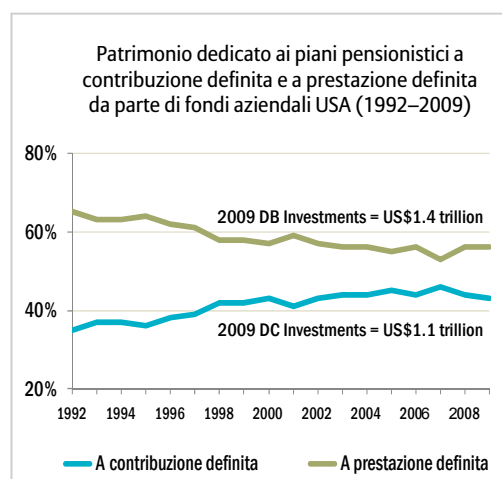


## Punti di vista I piani pensionistici a prestazione definita vanno salvati dall'estinzione?

Peter Anderson, RCM Consultant

Dato che in ogni società è importante adottare una soluzione pensionistica ragionevole, sostenibile, interamente finanziata, andrebbe studiato un modello che preservi i molti elementi validi di un piano a prestazione definita integrando nel contempo i fattori di flessibilità del modello a contribuzione definita.

I piani pensionistici a prestazione definita, che per decenni hanno avuto successo negli Stati Uniti e sono stati un modello copiato da molti altri paesi, oggi si trovano sotto forti pressioni, in particolare nel settore privato. Mentre chi aderisce a questi piani considera questo vantaggio come una soluzione orientata al risultato in considerazione della necessità di avere un reddito dopo la pensione per il resto della loro vita, nella sua versione attuale questo strumento è diventato troppo costoso per una serie di fattori: il nuovo assetto normativo e contabile, la maggiore mobilità della popolazione in età da lavoro, le dinamiche demografiche, la volatilità dei mercati finanziari e, non da ultimo, l'applicazione irresponsabile di questo sistema, soprattutto nel settore pubblico. Per anni nessuna impresa privata negli Stati Uniti ha avviato un nuovo piano a prestazione definita, molti piani sono stati congelati oppure chiusi; anche nel settore pubblico sembra sia in atto la stessa tendenza o quanto meno un passaggio verso modelli ibridi nel corso del prossimo decennio. Nel 2009 le imprese che rappresentano i primi 100 piani pensione a prestazione definita negli USA hanno investito circa 40 miliardi di Dollari in questi piani, con una percentuale di finanziamento media dell'84%; la costante ripresa dei mercati finanziari o l'aumento dei tassi di interesse probabilmente accelererà la chiusura dei piani in quanto molte società non avranno più bisogno di ricorrere a queste forme di finanziamento. D'altra parte i modelli a contribuzione definita hanno acquisito importanza sia negli Stati Uniti sia a livello internazionale.



Fonte: Greenwich Associates 2009 US Investment Management

Sfortunatamente non siamo preparati a questo cambiamento in corso che riguarda il benefit principale offerto da un datore di lavoro. La responsabilità di produrre un reddito per tutta la vita dopo la pensione passa dal datore di lavoro al dipendente con quattro svantaggi principali. Innanzi tutto, il patrimonio investito in modo ben diversificato da parte di professionisti come le società fiduciarie, con la competenza professionale di un comitato pensionistico e in genere con il contributo esperto di consulenti e attuari, passerà nelle mani dei partecipanti di cui probabilmente solo pochi sono esperti di investimenti a lungo termine. È realistico credere che attraverso la formazione e gli strumenti a disposizione i singoli investitori siano in grado di fare scelte sagge? Ed è realistico presupporre che l'accesso a tutte le categorie di investimento possa avvenire con la stessa qualità? Secondo la ricerca, il rendimento degli investimenti dei piani a prestazione definita è almeno di 1 punto percentuale più alto di quello dei piani a contribuzione definita\*. Secondariamente, ora il reddito vitalizio come parte integrante di una prestazione pensionistica dovrà essere acquistato singolarmente, in che modo esattamente non è ancora chiaro. Terzo, la società nel suo complesso probabilmente risentirà negativamente di questo sviluppo, dato che il trasferimento del rischio interpersonale e intertemporale non fa più parte del sistema e, di conseguenza, risulta compromessa la capacità di assumere il rischio di investimento e un orizzonte di investimento a più lungo termine. Infine, un sistema a contribuzione definita è molto più costoso da gestire e ciò riduce il rendimento per i beneficiari. Le norme sulle informazioni da fornire aumenteranno la pressione competitiva, mentre la base di costo resterà strutturalmente più alta.

... Continua a pagina 4

\* Per es. Towers Watson in un rapporto che confronta i rendimenti 401(k) e dei piani a prestazione definita per gli anni 1995-2007; risultati analoghi in un resoconto del Centro per la ricerca sulle pensioni, n. 52 da settembre 2006.

## Prospettive USA

Scott Migliori, Direttore Investimenti USA RCM

In alcuni articoli recenti è stato sottolineato che la correlazione tra i singoli titoli azionari USA e il mercato azionario statunitense in generale è sui massimi storici. Ciò dipende in particolare dal fatto che le questioni macroeconomiche prevalgono sui singoli fondamentali societari. In particolare, i dubbi e il sentiment sulla sostenibilità del progresso economico e le prospettive di una ricaduta nella recessione hanno influito, e probabilmente continueranno a influire, sulla direzione e sulla portata della performance del singolo titolo azionario nelle prossime settimane, indipendentemente dagli utili specifici di un'impresa nel secondo trimestre. Affinché i fattori relativi alla singola impresa ("bottom-up") abbiano un impatto dominante sulla performance del prezzo del titolo, come è avvenuto storicamente, il mercato deve essere certo che la ripresa attuale sarà autosostenibile, anche se con maggiore lentezza. A tal proposito, c'è motivo di essere ottimisti dato che i mercati del credito sono molto più stabili e accomodanti oggi rispetto al 2007–2008, e ciò rende improbabili le prospettive di un'effettiva ricaduta nella recessione. Inoltre le previsioni economiche degli analisti sell-side per il secondo semestre del 2010 vengono riviste abbastanza al ribasso da poter attendere sorprese sul fronte economico entro il quarto trimestre di quest'anno.

... Continua a pagina 4

---

I fondamentali delle singole società torneranno ad essere nuovamente importanti con l'ingresso nel quarto trimestre e la direzione generale del mercato a quel punto probabilmente sarà orientata al rialzo verso la fine dell'anno.

## Segnali dalla ricerca

Joshua Smith, Product Specialist Asia del Pacifico RCM

I paesi in via di sviluppo in Asia comprendono quasi la metà della popolazione mondiale; malgrado in questi paesi prevalgano il settore energetico e i settori fortemente orientati alle esportazioni, essi rappresentano meno del 27% dei consumi di energia al mondo. La Cina, all'avanguardia dell'incremento della domanda di energia, nel 2009 ha superato gli Stati Uniti come il principale utente di energia al mondo nonostante consumi pro capite pari solo a un quinto di quelli degli Stati Uniti. A nostro giudizio, dato che i consumi di energia nella regione sono destinati ad aumentare, i politici asiatici, per evitare l'effetto di tassazione sulla crescita causato dalle norme sull'inquinamento e dai vincoli sull'energia a livello locale, non possono far altro che abbinare gli investimenti in infrastrutture energetiche a bassa concentrazione di idrocarburi in via di sviluppo ad investimenti ingenti nelle infrastrutture per l'efficienza energetica, tecnologie pulite e controllo dell'inquinamento.

È rassicurante il fatto che i progressi nelle tecnologie per l'energia pulita rappresentino almeno uno dei principali obiettivi delle autorità politiche di molti paesi emergenti in Asia e ciò apre la strada a robusti investimenti nella regione. Per esempio, oltre ai progetti per i treni ad alta velocità in Corea, Singapore/Malesia, Taiwan e Thailandia, la Cina ha progettato la più vasta rete ferroviaria ad alta velocità al mondo con circa 19.000 km di linee che collegheranno circa 200 milioni di persone entro il 2014.

---

I progressi nelle tecnologie per l'energia pulita rappresentano almeno uno dei principali obiettivi delle autorità politiche di molti paesi emergenti in Asia e ciò apre la strada a robusti investimenti nella regione.

## Grassroots<sup>SM</sup> Research

Andrea Bartels, Analista Europe RCM Grassroots<sup>SM</sup> Research

Grassroots<sup>SM</sup> Research ha monitorato l'impatto dei Mondiali di calcio sulle scommesse in Germania, Italia e Regno Unito. Dopo aver intervistato i gestori dei negozi di scommesse e circa 400 consumatori, è evidente che i volumi delle scommesse sono aumentati in misura significativa in tutti i paesi nel giugno 2010 rispetto a un mese normale. La maggior parte dei proprietari dei negozi di scommesse in Germania e Regno Unito si aspettava questo incremento, mentre in Italia i volumi sono aumentati più del previsto. È interessante il fatto che in tutta Europa abbiamo rilevato che l'aumento delle scommesse per i Mondiali non è collegato al successo della nazionale.

... Continua a pagina 4

---

In tutta Europa abbiamo rilevato che l'aumento delle scommesse per i Mondiali di calcio non è collegato al successo della nazionale.

Ogni riferimento a un investimento o a un titolo specifico non è un suggerimento ad acquistare, vendere o detenere tale investimento o titolo e non deve essere considerato un consiglio di investimento.

## ... Panorama globale

*Continua da pagina 1*

In ultima analisi il Renminbi dovrà rivalutarsi anche in termini nominali. A nostro giudizio la Cina molto probabilmente opterà per un incremento graduale della flessibilità del Renminbi, come lasciano presagire i recenti provvedimenti, anziché per una rivalutazione una tantum. Altrimenti il rischio di forti speculazioni sarebbe troppo alto. Per l'economia globale la rivalutazione del Renminbi in termini reali contribuirebbe a riequilibrare l'attività economica; infatti ridurrebbe l'avanzo delle partite correnti in Cina a beneficio di un rafforzamento della domanda locale, esattamente ciò che serve a nostro parere.

## ... Punti di vista

*Continua da pagina 2*

Dato che in ogni società è importante adottare una soluzione pensionistica ragionevole, sostenibile, interamente finanziata, andrebbe studiato un modello che preservi i molti elementi validi di un piano a prestazione definita integrando nel contempo i fattori di flessibilità del modello a contribuzione definita. I seguenti elementi andrebbero presi in considerazione:

- La creazione di un sistema normativo e contabile affidabile e chiaro che riduca al minimo gli elementi di ambiguità nella valutazione delle passività, dei rendimenti futuri previsti e dei livelli di finanziamento, oltre a prendere atto della natura a lungo termine delle passività pensionistiche nell'ambito dei test di solvibilità. Inoltre, la trasparenza sul valore delle prestazioni pensionistiche per il singolo individuo e il costo per il datore di lavoro.
- Un sistema affidabile per gestire gli elementi costosi e tuttavia opportuni dei piani, come l'inflazione o le rettifiche del reddito reale.
- Un sistema più semplice per le fusioni dei piani e l'introduzione della trasferibilità dei singoli diritti in determinate condizioni a favore della qualità, di economie di scala e di ambito, nonché come elemento competitivo verso l'eccellenza.
- Il sistema normativo e contabile del settore privato applicato anche al settore pubblico, ad esempio allineando FASB e GASB.

Anche se questi aspetti sono stati discussi in diverse occasioni, sfortunatamente non sono stati fatti grandi progressi. Anziché accettare l'estinzione dei piani a prestazione definita come un dato di fatto, datori di lavoro, autorità di vigilanza, associazioni di settore e beneficiari dovrebbero creare un ibrido adatto agli sviluppi futuri.

## ... Segnali dalla ricerca

*Continua da pagina 3*

Inoltre la Cina intende investire complessivamente 227 miliardi di Yuan (33 miliardi di Dollari) nella sua rete smart-grid, oltre a costruire o programmare nuovi reattori nucleari per 63,5 GW entro il 2020 con una capacità aggiuntiva di 120 GW in via di sviluppo. Le ambizioni della Corea per l'esportazione di energia nucleare sono cresciute grazie ai recenti rapporti per l'esportazione dei reattori, tra l'altro, con Emirati Arabi, India, Filippine, Messico, Turchia e ora Argentina. Siamo certi che, oltre agli sviluppi nel nucleare, treni ad alta velocità e smart-grid, i progressi tecnologici e di produttività della regione nell'energia solare, eolica, batterie, LED, idroelettrica, GNL e geotermale, oltre al filtraggio dell'acqua e al trattamento delle acque reflue, rappresentano solamente l'inizio della transizione della regione verso un'"economia verde", anche se più per necessità che per convinzione.



Francoforte | Hong Kong | Londra | San Francisco | Sydney | Tokio

## RCM

RCM è una società di asset management globale che opera attraverso sei sedi internazionali – Francoforte, Hong Kong, Londra, San Francisco, Sydney e Tokio – e vanta un patrimonio gestito di oltre 98 miliardi di euro (141 miliardi di dollari) in tutto il mondo. RCM propone un’ampia gamma di soluzioni di investimento a una clientela istituzionale e privata. Creando e sfruttando un vantaggio informativo, RCM è convinta di poter offrire ai propri clienti risultati di investimento superiori e costanti: è la filosofia RCM informed. RCM è una società di Allianz Global Investors, primario gruppo internazionale di gestione patrimoniale che ha fatto del successo del cliente la sua mission, in un’ottica di lungo periodo. Forte di una filosofia e di una cultura dell’investimento dai tratti distintivi, RCM beneficia della scala e delle rilevanti risorse di Allianz Global Investors, dal supporto professionale alle *best practices* di settore, all’investimento finanziario. In tal modo la società è in grado di attrarre e fidelizzare personalità di talento, offrendo un servizio di ricerca e di investimento d’eccellenza.

Il presente documento contiene le attuali opinioni di RCM e dei suoi dipendenti, opinioni che possono cambiare senza preavviso. Le dichiarazioni sulle tendenze dei mercati finanziari si basano sulla situazione attuale, soggetta a variazioni. Le previsioni sono caratterizzate da limiti intrinseci e non possono essere considerate un indicatore attendibile dei risultati futuri. Il presente documento è stato distribuito a fini puramente informativi e non costituisce una consulenza di investimento né una raccomandazione o un’offerta di particolari titoli, strategie o prodotti di investimento. Le informazioni contenute nel presente documento provengono da fonti ritenute attendibili; tuttavia RCM non può garantirne la correttezza, l’aggiornamento o la completezza.

Nessuna parte del presente materiale può essere riprodotta in alcuna forma, né citata in altre pubblicazioni, senza il consenso scritto di RCM.

RCM è una struttura globale di consulenza di investimento, costituita da distinte imprese collegate, che opera con il marchio RCM. Le imprese collegate comprendono RCM Capital Management LLC, società di consulenza di investimento registrata presso la US Securities and Exchange Commission; RCM (UK) Ltd., autorizzata e disciplinata dalla Financial Services Authority nel Regno Unito; RCM Asia Pacific Ltd., autorizzata dalla Hong Kong Securities and Futures Commission; RCM Capital Management Pty Limited, autorizzata dalla Australian Securities and Investments Commission; RCM Japan Co., Ltd., registrata in Giappone come intermediario in strumenti finanziari. Il presente documento costituisce materiale pubblicitario ai sensi dell’articolo 31(2) della legge tedesca sulla negoziazione di titoli (Gesetz über den Wertpapierhandel).

Per ulteriori informazioni contattare:

Andreas Bartles	<a href="mailto:andreas.bartles@rcm.com">andreas.bartles@rcm.com</a>
Udo Frank	<a href="mailto:udo.frank@de.rcm.com">udo.frank@de.rcm.com</a>
Stefan Hofrichter	<a href="mailto:stefan.hofrichter@rcm.com">stefan.hofrichter@rcm.com</a>
Scott Migliori	<a href="mailto:scott.migliori@uk.rcm.com">scott.migliori@uk.rcm.com</a>
Joshua Smith	<a href="mailto:joshua.smith@uk.rcm.com">joshua.smith@uk.rcm.com</a>
Denise Lee (Editore)	<a href="mailto:denise.lee@rcm.com">denise.lee@rcm.com</a>

Copyright © 2010 RCM

(Fonte dei dati: RCM al 30 giugno 2010, salvo diversa indicazione.)

## Information advantage



