

Panorama Globale

Andreas Utermann, RCM Global Chief Investment Officer

Se esaminiamo il primo semestre 2010 le previsioni sul *denaro facile* e sulla volatilità dei mercati si sono rivelate corrette.

La Cina ha annunciato che consentirà una rivalutazione più sostanziale dello Yuan; si tratta certamente dello sviluppo politico più importante nel primo semestre del 2010, unitamente ai conflitti sul mercato del lavoro che hanno portato a un forte rialzo dei salari in alcuni settori. Come abbiamo già discusso, una rivalutazione della valuta cinese e più in generale delle valute dei mercati emergenti rappresenterebbe un fattore importante per ridimensionare gli squilibri globali e infine per risanare e stabilizzare i mercati finanziari. Seguiremo con grande interesse l'andamento della valuta cinese.

La debolezza ciclica dell'Euro è stata esasperata nell'ultimo trimestre dal salvataggio finanziario della Grecia da parte del FMI e dell'UE. Al momento il successo del pacchetto di aiuti è ancora in dubbio dato che i mercati finanziari non sono convinti che i paesi periferici dell'Area Euro stiano facendo abbastanza per tornare a un saldo fiscale sostenibile. Certamente la recente debolezza dell'Euro dovrebbe contribuire a una crescita delle esportazioni nell'Area Euro e in particolare nei paesi del blocco franco tedesco che dipendono dalle esportazioni. È plausibile che le prospettive dei mercati siano troppo pessimiste per l'Area Euro e la moneta unica e che siano invece troppo ottimiste sulla salute dell'economia statunitense, di conseguenza potrebbe verificarsi un'inversione di tendenza rispetto alla recente debolezza dell'Euro.

Le elezioni britanniche e di conseguenza il recente piano di emergenza sono un esempio calzante: mentre le prospettive per l'economia britannica sono relativamente negative, l'inflazione è una possibile minaccia e il saldo fiscale precario, le misure annunciate hanno migliorato la credibilità dell'economia britannica con il conseguente rialzo della Sterlina rispetto all'Euro.

In questo numero:

Panorama globale
Risultati semestrali

1

Punti di vista

La ripresa dell'attività di fusioni e acquisizioni su scala globale

2

Prospettive Europee
Il mercato

3

Segnali dalla ricerca
L'importanza della sostenibilità

3

GrassrootsSM Research
Il sentiment dei consumatori

3

Nello scorso trimestre è ritornata la tensione sui mercati monetari, in particolare nell'Area Euro; la BCE ma anche la Fed hanno rinnovato, come previsto, diverse forme di allentamento quantitativo. Se da una parte contribuiscono ad allentare le tensioni nel breve termine, dall'altra sollevano preoccupazioni a più lungo termine, in particolare i timori di una ricaduta nella recessione nelle economie OCSE e i timori di una ripresa dell'inflazione. Questo spiega la forte volatilità, soprattutto delle attività rischiose, dato che il *sentiment* del mercato alterna questi due scenari.

L'incertezza del contesto macroeconomico complica chiaramente la vita agli investitori, ma a nostro giudizio le prospettive secolari per molte categorie di investimento appaiono chiare.

- Le valute dei mercati emergenti sono in una fase di rialzo secolare e l'esposizione a più lungo termine è garantita, direttamente o indirettamente, attraverso le imprese che esportano molto verso questi mercati.
- Considerata la posizione fiscale relativamente sana di molti mercati emergenti e i bassi rendimenti obbligazionari nelle economie OCSE che presentano deficit di bilancio consistenti, è strano che le obbligazioni dei mercati emergenti scambino sopra la pari. Gli *spread* potrebbero restringersi ancora oppure invertire la tendenza, quindi è necessaria una posizione a lungo termine anche in questa *asset class*.

... Continua a pagina 4

Punti di vista

L'imminente ripresa dell'attività di fusioni e acquisizioni

Peter Anderson, RCM Consultant

Le imprese USA abbondano di liquidità. Nel 2009 le società S&P 500 avevano disponibilità liquide per 3.100 miliardi di Dollari, pari al 34% della capitalizzazione del mercato. Nonostante una profonda recessione nel 2008-2009, la liquidità ha continuato a crescere.

Nei prossimi anni assisteremo probabilmente a una ripresa dell'attività di fusioni e acquisizioni. Si tratta di un'attività estremamente ciclica e strettamente correlata all'andamento dei mercati azionari e dell'attività economica. Sulla base dei dati storici, un'economia globale solida, il rialzo dei prezzi azionari e il credito prontamente disponibile dovrebbero far raddoppiare o triplicare i volumi attuali delle operazioni di M&A.

Chi acquista e perché?

Gli acquirenti sono imprese di grandi e medie dimensioni e fondi *private equity*. Dal 2005, il 40% degli acquirenti sono società USA, il 25% provengono da Regno Unito, Canada, Francia e Australia, mentre Giappone e Cina si posizionano rispettivamente al secondo e terzo posto nel 2010. Negli ultimi cinque anni, le società acquisite hanno sede negli Stati Uniti (40%) seguiti da Regno Unito, Canada, Australia e Giappone; più recentemente le acquisizioni più importanti sono avvenute in Brasile e Cina. Le motivazioni delle acquisizioni sono diverse: attività a buon mercato, rapporto prezzo/utigli contenuto, rapporto prezzo/flusso di cassa ragionevole, rapporto prezzo/valore contabile interessante. Nel nuovo scenario di mercato è sempre più difficile incrementare i ricavi; un'acquisizione adeguata al giusto prezzo può quindi contribuire a risolvere il problema di una crescita debole dei ricavi e probabilmente anche dell'utile per azione. Un'operazione di acquisizione è molto più rapida e forse meno rischiosa che avviare una nuova attività da zero. Le acquisizioni possono inoltre facilitare l'ingresso sui mercati emergenti in rapida crescita; non a caso la Cina sta diventando un centro di rilievo nell'attività di fusioni e acquisizioni, seguita dal Brasile. L'acquisizione di un concorrente debole in mercati frammentati consente all'acquirente di ottenere economie di scala e di rafforzare il potere di determinazione dei prezzi.

La liquidità societaria, i mercati del credito e l'imminente boom di fusioni e acquisizioni

Le imprese USA abbondano di liquidità. Nel 2000, le società S&P 500 avevano disponibilità liquide per 1.400 miliardi di Dollari pari al 12% della capitalizzazione di mercato. Nel 2009 questa cifra è salita a 3.100 miliardi di Dollari, pari al 34% della capitalizzazione del mercato. Nonostante una profonda recessione nel 2008-2009, la liquidità ha continuato a crescere. Il flusso di cassa attuale è più che adeguato per finanziare l'incremento delle scorte, i modesti riacquisti di azioni proprie e l'aumento dei dividendi. I timori e l'incertezza sul fronte economico hanno spinto molti direttori finanziari a incamerare liquidità. In base ai recenti sondaggi, questi timori si stanno affievolendo e le imprese sembrano pronte di nuovo a spendere. Questo diverso atteggiamento è fondamentale per la ripresa dell'attività di fusioni e acquisizioni. Infine, le acquisizioni in parte si autofinanziano. Così come chi acquista ha abbondanti disponibilità liquide, lo stesso vale per le società che vengono acquistate, pertanto il costo netto per l'acquirente si fa più interessante e il finanziamento più facile. I fondi *private equity* hanno un ruolo chiave nel settore M&A. Nel 2008-2009 era diventato impossibile ottenere un finanziamento anche per le operazioni più interessanti. La situazione è cambiata. Il mercato dell'alto rendimento ha registrato una ripresa sorprendente, le nuove offerte sono aumentate molto e i fondi per le operazioni solide sono infine disponibili. Un recente sondaggio tra nove banche ha confermato il rinnovato interesse per il finanziamento delle operazioni M&A.

Quali sono i settori target di fusioni e acquisizioni?

Finora nel 2010, l'attività M&A su scala globale si è concentrata su trasporti, energia, alimentari, bevande e telecomunicazioni. RCM US ha esaminato il proprio universo di azioni per individuare possibili candidati all'acquisizione e ha identificato principalmente obiettivi nel settore tecnologico, salute, beni di consumo e telecomunicazioni in un ampio spettro di capitalizzazioni. Sebbene i recenti cambiamenti sul fronte politico e normativo potrebbero rallentare le acquisizioni nel settore finanziario ed energia, a nostro giudizio, questi due settori registreranno alla fine un notevole consolidamento.

Quali sono le banche d'affari che beneficeranno di una ripresa dell'attività di fusioni e acquisizioni?

L'attività di fusioni e acquisizioni ha avuto un impatto contenuto sui ricavi delle grandi banche ma un impatto notevole su Lazard e Greenhill.

... Continua a pagina 4

Prospettive Europee

Neil Dwane, RCM Europe Chief Investment Officer

L'Europa, al centro dell'attenzione dei media negli ultimi mesi, presenta aspetti contraddittori.

Da una parte le imprese europee hanno continuato a registrare una buona performance con una crescita degli utili solida, uno stato patrimoniale robusto e una determinazione d'acciaio a crescere sfruttando le opportunità che si presentano. Gli investimenti restano consistenti in tutto il continente e mentre molti governi ed enti locali subiscono forti pressioni finanziarie, i consumatori fortemente finanziati, grazie al calo della disoccupazione e alla solida attività produttiva, sono in grado di sostenere i livelli attuali di attività. Chiaramente l'indebolimento dell'Euro durante la crisi recente rende più competitivi molti prodotti destinati all'esportazione rispetto alle controparti statunitensi e asiatiche, e questo fenomeno potrebbe continuare se l'Euro si indebolirà ancora. Ciononostante, tutti in Europa riconoscono che un incremento del debito e una riduzione degli investimenti non sono la soluzione alle attuali sfide economiche, pertanto l'attività di risanamento e ristrutturazione, oggi guidata dalla Germania, deve continuare in tutti i paesi.

... Continua a pagina 4

L'Europa è veramente in una situazione contraddittoria. Da una parte le imprese europee continuano a riportare una performance solida, dall'altra parte, il cuore politico e monetario dell'Europa sembra alla deriva.

Segnali dalla ricerca

Bozena Jankowska, RCM Head of Sustainability Research

Mentre ci stiamo riprendendo lentamente da una delle peggiori crisi finanziarie e recessioni in una generazione, gli operatori del mercato si chiedono cosa è meglio fare nel nuovo contesto di mercato. Un comportamento irresponsabile, l'orientamento a breve termine e l'assunzione di un rischio eccessivo sono tutti fattori che hanno contribuito all'instabilità dei mercati, generando incertezza, timori e nuove sfide per gli investitori a lungo termine. Tuttavia, dalle rovine della crisi è emerso un approccio sempre più orientato alla valutazione del rischio associato alle opportunità di investimento. Finora questo era un aspetto secondario per gli investitori sebbene i segnali e le capacità analitiche per interpretare questi indicatori ci siano sempre stati. Gli investitori tradizionali si trovano ad affrontare fattori che vanno al di là delle problematiche finanziarie, come il cambiamento climatico o i costi in termini finanziari ma anche di reputazione del disastro petrolifero di Macondo nel Golfo del Messico che ha coinvolto BP. A nostro giudizio ci troviamo quindi a un punto di svolta nell'evoluzione della finanza globale. Incorporare il concetto di sostenibilità nel processo decisionale di investimento va oltre gli approcci più discreti e vincolati adottati dalle strategie di investimento eticamente e socialmente responsabili e anche dalle strategie di investimento tematiche. La sostenibilità degli investimenti coglie una gamma più ampia di segnali che sono fondamentali per valutare il potenziale successo a lungo termine di una società. Prende in considerazione importanti fattori ambientali, sociali e di governance, unitamente ai fattori finanziari, per identificare rischi e opportunità che non sono stati ancora interamente scontati o compresi dai mercati. RCM riconosce da tempo l'importanza delle tematiche extrafinanziarie nel processo di investimento e ha sviluppato competenze in queste aree negli ultimi 10 anni a completamento della nostra filosofia di analisi proprietaria fondamentale, e questo ci dà un vantaggio informativo.

Gli investitori tradizionali si trovano a dover considerare problematiche che vanno oltre gli aspetti finanziari, quindi a nostro giudizio siamo di fronte a una svolta nell'evoluzione della finanza globale.

GrassrootsSM Research

Andrew Huynh, RCM US GrassrootsSM Research Analyst

GrassrootsSM Research monitora l'impatto della recente crisi del debito in Europa sul *sentiment* dei consumatori in Francia, Germania, Italia, Portogallo, Spagna e Regno Unito. Secondo un recente studio Field Force che ha coinvolto 561 persone in Europa, molti intervistati in Francia, Italia e Portogallo ritengono che le economie locali si stiano deteriorando, mentre la percezione è un po' meno negativa in Germania e Regno Unito. In effetti, il *sentiment* dei consumatori in genere è più positivo in Germania, e in misura minore anche nel Regno Unito, rispetto agli altri paesi oggetto del sondaggio. Più di metà degli intervistati in Francia, Italia, Portogallo e Spagna ritiene che l'economia del proprio paese continuerà a deteriorarsi nei prossimi tre mesi, mentre solo un terzo degli intervistati in Germania e Regno Unito condivide questa opinione. In termini di spesa delle famiglie, la cena al ristorante è stata citata come la spesa principale che gli intervistati intendono ridurre nei prossimi mesi in tutti i paesi del sondaggio, seguita da intrattenimento e abbigliamento.

Tra le aree principali in cui gli intervistati ridurranno la spesa è cenare al ristorante.

... Panorama globale

Continua da pagina 1

- Le prospettive di crescita a lungo termine di molti mercati emergenti che fanno un uso intensivo delle risorse restano invariate, pertanto i prezzi delle materie prime probabilmente continueranno a salire nel lungo termine. Quindi anche l'esposizione su questo segmento di mercato è promettente e potrebbe fornire un certo grado di protezione contro l'inflazione futura.
- I mercati azionari non sembrano particolarmente costosi, le azioni a dividendo offrono rendimenti interessanti rispetto alle obbligazioni societarie comparabili, in aggiunta alla crescita del capitale nel più lungo termine.
- A nostro giudizio, ora più che mai, un comportamento anticiclico con un'attenta selezione dei titoli ricompenserà l'investitore paziente.

... Punti di vista

Continua da pagina 2

Tuttavia, se l'attività M&A raddoppierà o triplicherà nei prossimi anni, anche Morgan Stanley e Goldman Sachs ne risentiranno molto.

Classifica globale M&A annunciati — in base al volume (mld di Dollari)*

	Da inizio anno 2010	2009	M&A in % dei Ricavi Totali		Da inizio anno 2010	2009	M&A in % dei Ricavi Totali
Goldman Sachs	25,2	27,5	4%	Lazard	13,7	12,2	33%
Credit Suisse	23,5	14,2		Barclays	11,9	12,4	
JP Morgan	18,4	24,3	2%	Bank of America	10,8	15,9	1%
Citi	17,0	18,9	1%	UBS	8,3	13,3	
Morgan Stanley	16,8	25,9	6%	Greenhill	4,4	1,6	92%
Deutsche Bank	15,4	12,1					

Cosa può andare storto in questo scenario ottimista per l'attività di fusioni e acquisizioni?

In considerazione della elevata correlazione del settore M&A con il Pil e con l'andamento del mercato, una crescita globale deludente, in particolare nei paesi sviluppati, potrebbe rappresentare un problema importante. I mercati azionari reagirebbero in modo negativo, i mercati del reddito fisso, soprattutto l'alto rendimento, potrebbero collassare e le imprese riprenderebbero a incamerare liquidità. Le pressioni sul fronte politico e normativo probabilmente ostacoleranno il consolidamento in settori come quello dell'energia e finanziario. Ma il consolidamento prima o poi avverrà, vista la natura frammentata di questi settori. In breve, i rischi sono estremamente reali ed è più probabile un ampio ciclo di fusioni e acquisizioni su scala globale che proseguirà a lungo.

... Prospettive Europee

Continua da pagina 3

D'altra parte, il cuore politico e monetario dell'Europa sembra alla deriva. Le autorità politiche nazionali ed europee hanno mal interpretato le sfide della moneta unica; infatti si sono dimenticate oppure hanno trascurato le fratture sistemiche presenti sin dall'inizio, incolpando unicamente la pura speculazione. Queste fratture sono essenzialmente di natura politica, dato che prevedono una minore autonomia dei governi nazionali in futuro e non sono state spiegate bene agli elettori. Quindi saranno risolte a livello politico, anche attraverso misure impopolari, senza soluzioni traumatiche per il sistema bancario dell'Unione Europea. Sul fronte monetario, la crisi recente è più minacciosa, dato che la BCE fino a poco tempo fa veniva considerata come la Bundesbank tedesca in nuove vesti. Purtroppo la decisione di sostenere alcuni dei paesi più deboli dell'UE attraverso l'acquisto di obbligazioni ha dimostrato non solo che la BCE è vulnerabile nei confronti delle pressioni politiche, ma che può tollerare anche un'inflazione più alta di quella registrata in Germania negli ultimi 40 anni.

Questo periodo sarà considerato nella storia come parte del processo di evoluzione dell'UE e delle sue istituzioni verso gli Stati Uniti d'Europa.

* Ogni riferimento a un determinato investimento o titolo non è un suggerimento ad acquistare, vendere o detenere tali investimenti o titoli e non dovrebbe essere considerato un consiglio di investimento.



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:

Peter Anderson	peter.anderson@rcm.com
Neil Dwane	neil.dwane@de.rcm.com
Andrew Huynh	andrew.huynh@rcm.com
Bozena Jankowska	bozena.jankowska@uk.rcm.com
Andreas Utermann	andreas.utermaann@uk.rcm.com
Denise Lee (Editore)	denise.lee@rcm.com

Copyright © 2010 RCM

(Fonte dei dati: RCM al 31 dicembre 2009, salvo diversa indicazione.)

Information advantage

Strategie
Azionarie
Nazionali/
Regionali

Strategie
Azionarie
Globali

Mercati
Azionari
Emergenti

Strategie
Tematiche
e Settoriali

Strategie
Alpha
Extension

Strategie
Multi-Asset/
Absolute
Return

Prodotti
Strutturati

