

Outlook Mensile

Informazioni destinate ai distributori di fondi e agli investitori istituzionali. È vietata la distribuzione agli investitori privati.

“World’s End”

A T. C. Boyle non dobbiamo solo un bestseller con questo titolo, ma anche la tipica disinvoltura di chi guarda alla fine del mondo senza troppe ansie. Una disinvoltura che purtroppo non ci appartiene. Infatti, mentre la Presidente del FMI profetizza una possibile “escalation della crisi”, da cui nessuno sarebbe immune, il neo Presidente della BCE Mario Draghi mette in guardia contro una crisi bancaria che ha alimentato la volatilità sui mercati finanziari in un clima da apocalisse.

È interessante però notare come le fondamenta di questo mondo prossimo alla rovina appaiano più solide di quanto si direbbe dal sentiment.

Basti pensare che negli Stati Uniti, accanto al settore immobiliare, si è recentemente sviluppato un robusto mercato dei consumi privati; un’evoluzione favorita non solo dal fatto che si è ridotta la quota destinata ai risparmi (comunque superiore al 3%, per gli standard americani un livello ben più elevato rispetto al periodo pre-crisi), ma anche dal temporaneo sgravio fiscale. Inoltre, dopo l’apice toccato nell’estate del 2009, le nuove richieste di sussidi di disoccupazione sono in calo, ciò che ha consentito un miglioramento del mercato del lavoro. Gli USA dovrebbero quindi riuscire a evitare una nuova recessione (il famoso “double dip”).

Quanto alla Germania, l’indicatore della fiducia Ifo ha chiuso in rialzo per il secondo mese consecutivo e il Paese è l’unico dei principali Stati dell’area euro ad aver evidenziato un aumento



Stefan Scheurer
Analisi dei mercati finanziari
Allianz Global Investors

Sinora la fine del mondo ha sempre mancato l’appuntamento.

30/12/11

Indici azionari

FTSE MIB	15.090
Euro Stoxx 50	2.351
S&P 500	1.258
Nasdaq	2.605
Nikkei 225	8.455
Hang Seng	18.434
KOSPI	1.826
Bovespa	56.754

Materie prime

Petrolio (Brent, USD/barile)	108,3
------------------------------	-------

Tassi d’interesse (%)

USA	3 mesi	0,58
	2 anni	0,26
	10 anni	1,90
Euroland	3 mesi	1,34
	2 anni	0,11
	10 anni	1,86
Japan	3 mesi	0,34
	2 anni	0,14
	10 anni	0,96

Cambi

USD/EUR	1,294
---------	-------

Nuove pubblicazioni

Indicatore Mercati Finanziari

Fondi obblig.

Fondi azionari

Ulteriori analisi e pubblicazioni sono disponibili all’indirizzo internet

www.allianzgi.de/capitalmarketanalysis

della produzione industriale in ottobre. Insomma: tutt’altro che un quadro da fine del mondo.

È vero, i problemi restano, come la crisi del debito in seno all’UE. D’altro canto, i premi per il rischio sulle piazze obbligazionarie e le valutazioni nel settore bancario, che si attestano su livelli storicamente bassi e ben al di sotto del valore nominale, suggeriscono che molti rischi potrebbero già essere scontati nelle quotazioni.

Stando così le cose, forse anche nel nuovo anno potremo contare sul fatto che l’apocalisse ha sempre disatteso le previsioni – calendari Maya permettendo. Secondo l’antico popolo precolombiano, infatti, il 2012 segna la fine di un ciclo di 400 anni.

Con l’augurio che anche stavolta la fine del mondo non si presenti all’appuntamento.

Stefan Scheurer

Allianz 
Global Investors

Focus sui mercati

Allocazione tattica - azioni e obbligazioni

- Con l'ultimo vertice UE e l'iniezione di liquidità da parte di diverse banche centrali in tutto il mondo è stato compiuto un importante passo avanti nella lotta alla crisi. Quella che si profila è una soluzione in direzione dell'unione fiscale europea, anche se le decisioni adottate affrontano unicamente questioni di lungo periodo.
- I crescenti rischi congiunturali, soprattutto nell'Eurozona, e tutte le ripercussioni della lunga crisi del debito e della fiducia in seno all'Unione Europea continueranno probabilmente a gravare sul sentiment. Gli ultimi dati sui fondamentali lasciano tuttavia ben sperare.
- Gli investitori alla ricerca di rendimenti si imbattono in valutazioni interessanti, elevati *dividend yield* e componenti azionarie storicamente basse in seno ai portafogli.
- Tuttavia, dal momento che i premi per l'incertezza politica e quindi la volatilità sui mercati dovrebbero restare elevati, si consiglia una ponderazione neutrale della componente azionaria rispetto a quella obbligazionaria.

Le frecce indicano la ponderazione suggerita per i diversi segmenti nell'ambito delle singole asset class (regioni, settori, obbligazioni).

Europa →

- L'area euro ha visto un netto aumento delle minacce alla stabilità finanziaria e del rischio di contagio. Mentre gli Stati periferici dell'UE lottano contro lo spauracchio di una nuova recessione, i Paesi principali come la Germania e la Francia appaiono più forti.
- Il sentiment dipenderà ancora dalla capacità delle autorità politiche di riprendere il controllo della situazione e liberare i mercati finanziari dalla morsa della crisi. Le pressioni alla riduzione dell'indebitamento interessano tutti gli Stati, seppur in misura diversa.
- Dal punto di vista delle valutazioni, le aziende europee sono favorite rispetto a quelle americane in un'ottica di lungo termine, per quanto riguarda sia il rapporto prezzo/utili (P/E) sulla base degli utili attesi per i prossimi 12 mesi, sia il rapporto prezzo/utili rettificato per le variazioni cicliche (P/E di Shiller).

USA →

- La Federal Reserve ha di recente commentato con cautela la situazione economica generale: da un lato si avvertono le prime pressioni inflazionistiche, dall'altro gli effetti di una politica monetaria eccessivamente espansiva per lungo tempo dovrebbero perdere di vigore e le manovre fiscali tendere sempre più verso l'inasprimento.
- Il temporaneo sgravio fiscale e il recente miglioramento del mercato occupazionale potrebbero stimolare l'economia USA, grazie a un aumento dei consumi da parte delle famiglie.
- Nonostante le ambiziose attese di utili e un P/E di Shiller pari a circa 19,4, l'azionario USA non appare conveniente in un'ottica di lungo periodo.
- Tuttavia, nel breve-medio termine suggeriamo di sovrappesare le azioni americane a scapito di quelle europee, in ragione dell'incerto esito della crisi che ancora attanaglia l'UE.

Giappone ↘

- Dopo la devastazione del terremoto, la congiuntura giapponese ha nuovamente imboccato la strada della crescita, anche se al momento lo slancio va scemando.
- In novembre, infatti, le esportazioni sono diminuite per il secondo mese consecutivo, mentre un inatteso e marcato calo degli ordinativi di macchinari segnala una flessione dell'attività industriale.
- Inoltre i grandi produttori nipponici del settore manifatturiero sono diventati molto più pessimisti, in alcuni casi anche per via della continua robustezza dello yen, che penalizza soprattutto le società dedite all'esportazione.
- Nonostante valutazioni più favorevoli, in questa fase di rallentamento congiunturale l'azionario giapponese è penalizzato dall'elevata ciclicità.

Mercati emergenti →

- I Paesi in via di sviluppo non si possono sottrarre dalla decelerazione economica delle aree avanzate. Dopo il Brasile, ora anche la produzione industriale indiana evidenzia, per la prima volta in 28 mesi, un tasso di crescita negativo su base annua.
- Dopo le ultime manovre di allentamento della politica monetaria che hanno interessato il Brasile e la Cina, l'attenzione comincia a spostarsi dalla lotta all'inflazione allo stimolo della crescita economica.
- L'Europa orientale, più debole rispetto alle altre aree emergenti (anche a causa di un maggiore indebitamento), resterà probabilmente più vulnerabile a eventuali shock, una ragione sufficiente per sottopesare la regione.
- Quanto alle valutazioni, le buone prospettive di crescita giustificerebbero un premio nettamente superiore a quello dei Paesi avanzati.

Cina



- La crescita cinese continua ad affievolirsi: oltre all'indicatore di tendenza del Conference Board, ultimamente anche le esportazioni e le importazioni hanno evidenziato un rallentamento, che frena però anche l'inflazione.
- Alla luce della minore pressione sui prezzi non solo cambiano le priorità del governo cinese (dalla lotta all'inflazione a un maggior sostegno all'economia), ma si creano anche i presupposti per un allentamento monetario nei prossimi mesi.
- Qualcosa si è già mosso: la banca centrale ha abbassato le riserve minime obbligatorie per i piccoli e grandi istituti di credito di 50 punti base, portandole rispettivamente al 19% e al 21%.
- Un allentamento della politica monetaria potrebbe dare nuovo impulso soprattutto al mercato azionario cinese.

Settori

- Consigliamo di mantenere un assetto leggermente difensivo anche in caso di ulteriore allentamento delle tensioni sui mercati.
- La preferenza dovrebbe andare alle società di qualità superiore che perseguono strategie di crescita di lungo periodo e vantano dividend yield interessanti, come quelle dei settori farmaceutico ed energetico.

Tema di investimento: dividendi

- I portafogli degli investitori privati e istituzionali (in particolare i fondi pensione) presentano una componente azionaria storicamente bassa e modesti fattori di sconto per passività a lungo termine (*asset-liability management*). Ciò porta a cercare maggiori profitti al di fuori del settore obbligazionario. Il rendimento da dividendi si conferma, anche sotto questo punto di vista, un importante fattore di investimento.
- Per gli investitori privati, i dividendi azionari elevati costituiscono un vantaggio in quanto storicamente presentano un andamento più costante rispetto agli utili societari e nel tempo possono contribuire alla performance per il 40% circa nel caso delle piazze azionarie europee.

Obbligazioni in euro



- Il declassamento dell'affidabilità creditizia di alcuni Stati membri dell'UE e l'incertezza circa una soluzione completa e sostenibile della crisi fiscale hanno fatto scendere i rendimenti dei Bund tedeschi al di sotto del 2%.
- Poiché le pressioni a breve termine sulle emissioni dei Paesi periferici di Eurolandia non accennano a diminuire, cresce la richiesta di interventi a 360° in questi mercati obbligazionari.
- Dopo la riduzione del tasso di riferimento di 25 punti base in dicembre, si prevedono nuovi ritocchi alla politica monetaria della BCE per contrastare la crisi.

- Date le valutazioni ambiziose delle obbligazioni dei principali Paesi europei, continuiamo a consigliare duration più brevi.

Obbligazioni internazionali



- La crisi fiscale che ha messo in ginocchio Eurolandia e le nuove misure espansive attuate dalla banca centrale statunitense con l'operazione Twist (scambio dei Treasury della Fed in scadenza con Treasury a lungo termine) sostengono i titoli di Stato USA.
- Tuttavia, occorre tenere conto della montagna di debiti degli Stati Uniti e del mancato raggiungimento di un accordo definitivo sull'abbattimento del debito USA.

Obbligazioni dei mercati emergenti



- Mentre i Paesi industrializzati sono schiacciati da un debito pubblico che negli ultimi dieci anni non ha fatto altro che lievitare, i Paesi emergenti sono riusciti nel complesso a migliorare la propria situazione di indebitamento.
- Tale cambiamento strutturale si riflette anche nel fatto che, nonostante la crisi finanziaria e del debito nell'UE, i rating di questi Paesi sono rimasti per lo meno stabili, quando non sono migliorati. Brasile, Polonia e Indonesia sono solo gli esempi più recenti di questo fenomeno.

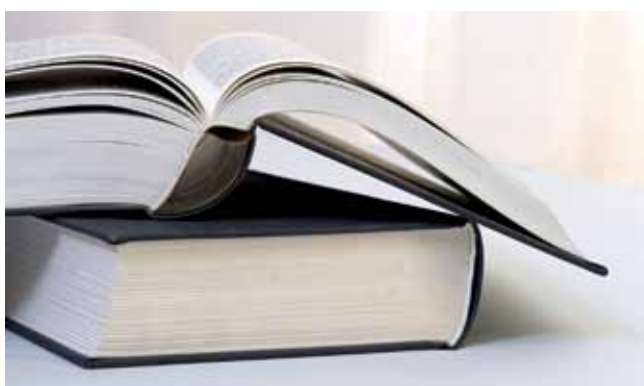
Obbligazioni societarie



- Nei prossimi mesi il contesto ciclico continuerà a pesare sul segmento *corporate*, in ragione dei crescenti rischi di recessione, di rifinanziamenti non privi di difficoltà e di revisioni negative dei rating, che hanno già causato un netto ampliamento dei differenziali di credito.
- L'asset class dovrebbe essere favorita da tassi di default contenuti, dall'espansione della liquidità e da una politica finanziaria delle aziende tendenzialmente conservatrice anche nel 2012.
- Nel complesso, poiché agli attuali livelli di spread i titoli *investment grade* scontano già numerosi fattori negativi, in determinati segmenti potrebbero crearsi interessanti punti di ingresso per un investimento tattico.

Valute

- La perdurante crisi fiscale nell'UE, lo spettro della recessione nell'area euro e un nuovo ritocco ai tassi da parte della BCE dovrebbero penalizzare la moneta unica nei confronti dell'USD nei mesi a venire.
- Si consiglia tuttavia una sovrapponderazione strutturale delle valute più forti, come ad esempio il dollaro australiano o il renminbi cinese.



Edito da

**Allianz Global Investors
Kapitalanlagegesellschaft mbH**
Mainzer Landstraße 11–13
60329 Frankfurt am Main

Analisi dei mercati finanziari
Hans-Jörg Naumer (hjn), Dennis Nacken (dn), Stefan Scheurer (st),

www.allianzgi.de/capitalmarketanalysis

Il presente documento è stato pubblicato e approvato da Allianz Global Investors Europe GmbH, controllata di Allianz Global Investors AG (parte del Gruppo Allianz). Allianz Global Investors Europe GmbH è una società di capitali a responsabilità limitata istituita ai sensi della legislazione della Repubblica Federale di Germania con sede legale presso Seidlstrasse 24–24a, D-80335 Monaco.

Allianz Global Investors Europe GmbH è autorizzata a operare in Germania come società di servizi finanziari. Nello svolgimento della propria attività, Allianz Global Investors Europe GmbH è soggetta alla supervisione dell'autorità di vigilanza tedesca Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin); la società è inoltre autorizzata dalle direttive dell'Unione Europea ("UE") sui Mercati degli Strumenti Finanziari (2004/39/CE e 2006/73/CE) a offrire servizi finanziari nei seguenti paesi dell'UE e dello Spazio Economico Europeo: Austria, Belgio, Repubblica Ceca, Danimarca, Finlandia, Francia, Grecia, Ungheria, Islanda, Irlanda, Italia, Lussemburgo, Paesi Bassi, Norvegia, Polonia, Portogallo, Repubblica Slovacca, Slovenia, Spagna, Svezia e Regno Unito.

Il presente documento intende fornire una panoramica generale a fini interlocutori e/o informativi. Inoltre, non è stato redatto nell'intento di offrire consulenza legale o fiscale.

Esso si limita a esprimere i giudizi e le opinioni di Allianz Global Investors Europe GmbH e delle sue controllate al momento della pubblicazione, giudizi e opinioni che possono mutare nel tempo.

Sono vietate la riproduzione, la pubblicazione e la trasmissione – in qualunque forma – dei contenuti del presente documento a soggetti non autorizzati.

Alcuni dati qui contenuti sono tratti da varie fonti, pubbliche e non, ritenute corrette e attendibili, ma non verificate in maniera indipendente. Pertanto, Allianz Global Investors Europe GmbH non garantisce l'accuratezza o la completezza di tali dati e informazioni né si assume alcuna responsabilità per eventuali perdite dirette o indirette riconducibili al loro utilizzo.

Le informazioni contenute nel presente documento non devono dunque essere interpretate come un'offerta o una sollecitazione all'acquisto di titoli quali azioni o quote di fondi d'investimento (i) da parte di chiunque in qualsiasi giurisdizione in cui tale offerta o sollecitazione sia illegale o in cui il soggetto da cui proviene l'offerta o la sollecitazione non sia abilitato a operare in tal senso o (ii) a qualunque destinatario cui sia illecito sottoporre tale offerta o sollecitazione nella relativa giurisdizione di residenza.

Le dichiarazioni fornite ai destinatari del presente documento sono soggette alle disposizioni delle relative offerte eventualmente presentate o dei contratti eventualmente stipulati. Inoltre, la sottoscrizione di azioni o quote di fondi d'investimento può essere effettuata esclusivamente sulla base del più recente prospetto informativo completo e semplificato, oltre che dell'ultimo bilancio annuale certificato (e del successivo bilancio semestrale non certificato, se pubblicato).

Le opportunità d'investimento qui descritte non sono garantite da Allianz Global Investors Europe GmbH o dalle sue controllate nell'ambito del Gruppo Allianz.

Come per tutti i prodotti d'investimento, la performance passata non è necessariamente indicativa della performance futura.

La presente pubblicazione costituisce materiale pubblicitario ai sensi dell'articolo 31 (2) della legge tedesca sulla negoziazione di titoli (Wertpapierhandelsgesetz – WpHG).

Internet: www.allianzgi.de/capitalmarketanalysis