

Allianz Global Investors Insights

Gennaio 2012

Prospettive globali

Neil Dwane
CIO - Europe

Le prospettive dei mercati azionari secondo Allianz Global Investors

Esaminando le opportunità di investimento del 2012 crediamo che i mercati attribuiscono erroneamente le difficoltà provocate dall'eccesso di indebitamento e si stiano allontanando dai mercati azionari dove, ad esclusione dei titoli finanziari, ci sono ancora molte società robuste e con buone prospettive di crescita. Chiaramente la volatilità dei mercati azionari ha dissuasato molti investitori dall'investire in azioni a vantaggio dei mercati obbligazionari e monetari. Tuttavia, riteniamo che le società di qualità vengano valutate sullo stesso livello delle società più deboli così come vi siano imprese interessanti che offrono dividendi elevati e sostenibili. Inoltre, nel medio termine prevediamo che una percentuale più alta del rendimento azionario sarà prodotta dalla redistribuzione di liquidità agli azionisti e ciò garantisce agli investitori un certo grado di protezione nei confronti del deleveraging, delle pressioni deflazionistiche e dei timori inflazionistici in caso di una politica di allentamento quantitativo da parte delle banche centrali.

Settore bancario prevediamo ancora molte sfide all'orizzonte per il settore bancario a causa dell'inasprimento delle norme finanziarie e delle pressioni politiche collegate al ciclo elettorale nell'Unione Europea. La Banca Centrale Europea (BCE) ha aiutato molto il sistema bancario della regione con l'operazione LTRO a 3 anni, come ha fatto la Fed con gli swap illimitati sul Dollaro, per-

tanto le banche dovrebbero essere in grado di portare avanti il processo di deleveraging per ottemperare alle norme di Basilea III, sfortunatamente gli azionisti riceveranno pochi dividendi in questo periodo.

Anche **l'oro** è considerato una copertura efficace contro la minaccia di monetizzazione del debito pubblico e un investimento interessante per le banche centrali dei paesi emergenti che hanno riserve d'oro assai inferiori rispetto alle banche OCSE. A questo proposito rileviamo molte opportunità interessanti nel settore dell'oro su scala globale dato che il prezzo di questi titoli ha riportato un andamento inferiore all'oro stesso.

Europa In Europa ci sono molte imprese tedesche particolarmente interessanti per gli investitori locali e internazionali in quanto non offrono solamente una crescente esposizione sui mercati emergenti ma anche una rete di distribuzione locale robusta rispetto agli altri paesi dell'Unione Europea. Ciononostante prevediamo un periodo di austerità nell'Area Euro e nel Regno Unito dato che il processo di deleveraging nel settore bancario e del credito ridurrà e inibirà gli investimenti delle imprese nel 2012. L'entità della recessione nel 2012 dipenderà dalla portata e dalla tempistica degli interventi della BCE in qualità di prestatore di ultima istanza dopo la definizione del nuovo patto fiscale dell'Unione Europea.

Mercati emergenti Una delle fasi di transizione più rilevanti avverrà probabilmente a Pechino il prossimo autunno, con uno dei cambiamenti di regime che più influiranno sulle prospettive di crescita globale del 2013. Tuttavia, in base alle nostre previsioni, l'aumento dei consumi nei paesi BRIC continuerà ad accelerare, promuovendo un incremento della qualità della vita e alimentare nonché un aumento della domanda di molti beni di consumo occidentali.

Temi settoriali Prevedibilmente gas e carbone saranno i principali beneficiari del fabbisogno di energia globale nel medio termine, in particolare per la conversione del settore energetico in Giappone dopo lo tsunami che ha portato alla chiusura di buona parte degli impianti nucleari. Ci aspettiamo che nel settore farmaceutico aumenti la produzione di nuovi farmaci ed emergano i servizi di clouding e mobilità intelligente nel settore delle nuove tecnologie. Prevediamo inoltre, dopo i negoziati di Kyoto/Durban, una profonda variazione del prezzo del carbonio e incentivi agli investimenti per le società di servizi di pubblica utilità che potrebbero incrementare i vincoli energetici per molte economie in futuro.

Il 2012 sarà un anno eccezionale anche per lo sport con il Campionato europeo di calcio in Polonia e Ucraina e le Olimpiadi a Londra. Buon anno!

01 Prospettive globali

Le prospettive dei mercati azionari secondo Allianz Global Investors

02 Punti di vista

Sale la temperatura: la conferenza sul cambiamento climatico di Durban

03 Prospettive europee

Prospettive per l'Europa

03 Segnali dalla ricerca

Valutazioni basate sui dividendi

04 GrassrootsSM Research

Tendenze della pubblicità in Europa e Stati Uniti

Allianz 
Global Investors

Sale la temperatura: la conferenza sul cambiamento climatico di Durban

Che ci sia ragione di ottimismo dopo la Conferenza sul cambiamento climatico di Durban è opinabile. Secondo alcuni è stato fatto un "importante passo avanti", mentre altri lo definiscono un "totale disastro". In base alle stime prevalenti, le promesse fatte finora dai paesi sul tema delle emissioni porteranno l'umanità alla fine del secolo a un aumento medio della temperatura globale di 4 gradi centigradi rispetto all'epoca preindustriale. Quindi che accordi sono stati presi a Durban? È stato fatto troppo poco e troppo tardi?

Per la prima volta i governi di tutto il mondo hanno concordato di iniziare a lavorare su un nuovo patto per il clima che avrà piena valenza legale e, aspetto molto importante, coinvolgerà sia le nazioni sviluppate sia i paesi in via di sviluppo (compresi alcuni paesi prima contrari come India, Cina e Stati Uniti) nella riduzione delle emissioni di carbonio. I negoziati inizieranno nel 2012 e proseguiranno per tutto il 2015 mentre il trattato entrerà in vigore nel 2020. Il Protocollo di Kyoto del 1997 che scadrà nel 2012 è l'unico trattato mondiale che prevede il taglio delle emissioni di gas a effetto serra su scala globale, ma i tagli si applicano unicamente ai paesi sviluppati e gli Stati Uniti non vi hanno mai preso parte. Solamente l'Unione Europea tra i principali paesi sviluppati ha accettato di continuare a ridurre le emissioni dopo il 2012 a differenza di Giappone, Russia e Canada. Gli accordi presi nel 2009 e 2010, rispettivamente a Copenaghen e Cancun, prevedevano che la maggior parte dei paesi, tra cui tutte le principali economie, fissasse degli obiettivi nazionali per la riduzione delle emis-

sioni entro il 2020, tuttavia si trattava di un intervento volontario non legalmente vincolante. Un trattato internazionale è molto più complesso rispetto a un impegno su scala nazionale. Sebbene non sia impossibile retrocedere dai trattati internazionali, essi rappresentano un grado maggiore di sicurezza, che è importante affinché gli investitori decidano di investire in un'economia più verde. È comunque preoccupante che le emissioni di carbonio su scala globale abbiano continuato ad aumentare, e ogni anno di ritardo riduce la possibilità di mantenere l'aumento della temperatura globale al di sotto dei 2° centigradi, un livello oltre il quale, secondo gli scienziati, si provocherebbero cambiamenti climatici catastrofici e irreversibili.

Molte cose possono andare storte nel periodo dei negoziati, tra il 2012 e il 2015. I leader globali ci hanno messo 20 anni per arrivare a questo punto, a conferma della delicatezza del processo, in considerazione dei forti interessi nazionali in gioco. L'aspetto più complesso riguarda la decisione sulla rapidità e sulla portata dei tagli alle emissioni nei paesi in via di sviluppo e nelle nazioni sviluppate. Sarà altrettanto difficile decidere da dove arriveranno i 100 miliardi di Dollari all'anno per il Fondo Verde per il clima e il modo in cui andranno spesi, visto che i fondatori (principalmente paesi sviluppati) si trovano in difficoltà finanziaria. Sarà importante garantire che il denaro venga speso con saggezza in tecnologie di riduzione e adattamento che possano fare veramente la differenza attraverso soluzioni di riduzione delle emissioni di carbonio, praticabili dal

punto di vista commerciale, per iniziare a procedere verso un'economia più verde.

I leader delle nazioni in via di sviluppo che finora hanno procrastinato l'impegno in questo campo devono riconoscere che non possono permettersi di adottare un'ottica a breve termine né evitare di inserire tra le priorità la crescita dell'economia. Alcuni paesi "in via di sviluppo" presentano emissioni pro capite superiori ai paesi sviluppati, pertanto è evidente che qualsiasi provvedimento per limitare l'aumento della temperatura globale entro 2° centigradi deve comprendere dei tagli da parte di questi paesi in rapido sviluppo, forse non a breve ma in un futuro non troppo distante. Infatti, i paesi in via di sviluppo sono quelli che hanno più da perdere in questa vicenda dato che sono più vulnerabili ai cambiamenti climatici; l'India è in cima alla lista eppure paradossalmente finora si è opposta alla riduzione delle emissioni di carbonio. I leader dei paesi sviluppati devono continuare col loro impegno e proseguire nella riduzione delle emissioni.

A Durban l'Unione Europea è stato l'unico tra i principali paesi sviluppati a confermare gli impegni del Protocollo di Kyoto dopo il 2013.

I leader globali hanno una responsabilità nei confronti dei cittadini di oggi ma anche delle generazioni future per evitare di farci scivolare verso una crisi climatica globale. La Terra è una sola, pertanto dobbiamo assicurarci di non riversare sui nostri figli gli errori che facciamo oggi.

Prospettive europee

Stefan Hofrichter

Global Economics & Strategy Group Head

Prospettive per l'Europa

Prevedibilmente l'Area Euro si avvia verso un periodo di recessione mentre l'economia globale ha buone possibilità di evitare, almeno in parte, la contrazione economica. Siamo pessimisti per quanto concerne la crescita nell'Area Euro a causa delle conseguenze negative sull'economia reale dovute alla crisi del sistema finanziario e alla stretta fiscale. A nostro giudizio, anche l'economia britannica subirà la crisi del Continente a causa degli stretti legami commerciali e finanziari.

In futuro le prospettive dell'Unione Monetaria Europea (UME) dipendono molto dal

modo in cui i mercati finanziari valuteranno le dinamiche della crisi del debito nell'Area Euro che si è già trasformata in una grave crisi di fiducia nella struttura finanziaria di Eurolandia. Riteniamo che le decisioni prese il 9 dicembre siano un passo avanti nella giusta direzione. Il piano per l'introduzione di sanzioni semiautomatiche per i paesi con un indebitamento eccessivo, che impone alle costituzioni nazionali norme rigorose sul deficit e l'intenzione di continuare a lavorare per ridurre gli squilibri economici (per esempio con l'introduzione di riforme strutturali nei paesi periferici dell'UME), sono prerequisiti essenziali per risolvere strutturalmente la

crisi dei mercati finanziari. Tuttavia restano dei dubbi sul fatto che ciò basterà, in particolare in considerazione del rapido deterioramento delle prospettive di crescita nella regione. Mentre la BCE immette abbondante liquidità nel sistema bancario attraverso interventi non convenzionali, tra cui una nuova operazione di rifinanziamento a 3 anni, gli spread sul mercato dei titoli sovrani nell'UME restano alti. Non ci sorprenderebbe se la BCE in futuro incrementasse gli acquisti di titoli sovrani. Ciò scatenerrebbe molto probabilmente un restringimento degli spread sovrani nell'UME e il rialzo dei prezzi azionari.

Segnali dalla ricerca

Gunnar Miller

Global Co-Head of Research

Valutazioni basate sui dividendi

Alla base delle nostre valutazioni c'è il valore intrinseco (ovvero il CFROI o il flusso di cassa ottenuto dal capitale investito della HOLT) e vecchi parametri come il rapporto tra prezzo e utile, tra prezzo e valore contabile, tra prezzo e ricavi e tra valore d'impresa e EBITDA. Con la crisi finanziaria si riaccende l'attenzione su tecniche di valutazione basate sui dividendi, come il modello di attualizzazione dei dividendi (DDM) che valuta i titoli sulla base del valore attuale netto dei dividendi futuri, impiegando frequentemente un modello di crescita di Gordon oppure un modello multifase.

Secondo Fama & French e altri modelli noti ai CFA, i dividendi assoluti presentano una va-

riabilità assai inferiore rispetto al rendimento da dividendi e ciò li rende un criterio di valutazione più adeguato in mercati volatili. JPMorgan ha creato e testato un portafoglio long/short che dimostra che la stabilità dei dividendi non è altrettanto positiva come il rendimento da dividendi, tuttavia è una fonte di informazioni molto più coerente sull'andamento del prezzo futuro del titolo azionario. Secondo Citibank la valutazione della "crescita dei dividendi a un prezzo ragionevole" (DGARP) può indirizzare il portafoglio verso società di più alta qualità, con un flusso di cassa più elevato e una migliore gestione dei capitali. Infine, Deutsche Bank sostiene che le azioni europee che distribuiscono un dividendo sono interessanti in fasi di mercato sia

al ribasso sia al rialzo (in modo controintuitivo); dimostra inoltre che i dividendi distribuiti presentano una correlazione significativa e positiva con la crescita futura degli utili.

Anche se le considerazioni fiscali e la tendenza ad accumulare liquidità da parte delle imprese ha ridotto negli ultimi decenni l'applicazione del modello DDM, non dimentichiamoci che i dividendi hanno contribuito storicamente alla maggior parte del rendimento complessivo dei principali indici azionari. *Plus ça change, plus c'est la même chose*, ovvero più le cose cambiano, più restano le stesse.

Tendenze della pubblicità in Europa e Stati Uniti

Semestralmente GrassrootsSM Research contatta le principali agenzie pubblicitarie in Europa e Stati Uniti per monitorare il mercato pubblicitario e le prospettive del settore. Secondo gli studi più recenti, le media agency hanno faticato a tracciare una stima dettagliata sul 2012 a causa delle incertezze macroeconomiche. Il direttore di un'agenzia francese ha spiegato, "La spesa è salita all'inizio dell'anno ma poi c'è stata un'inversione di

tendenza durante l'estate. I pubblicitari non sono ottimisti. L'Area Euro è in difficoltà a causa della crisi del debito." In Spagna, il direttore di un'agenzia ha dichiarato: "C'è una perdita di fiducia sul mercato a causa delle previsioni economiche e dell'incertezza finanziaria, pertanto i budget delle aziende vengono ridotti all'essenziale." Secondo molti intervistati negli Stati Uniti, il 2012 sarà un anno di attesa. L'incertezza sull'economia

potrebbe produrre un impatto negativo sulla spesa pubblicitaria, mentre le Olimpiadi e le elezioni dovrebbero avere un influsso positivo. Intanto, il passaggio dalla pubblicità su stampa a quella on-line accelera in particolare sul fronte dei social network, anche se alcuni pubblicitari stanno ancora valutando il modo migliore per sfruttare i mezzi di comunicazione digitali.

Il presente documento è stato redatto ed approvato da Allianz Global Investors Europe GmbH, società controllata da Allianz Global Investors AG (società del Gruppo Allianz SE).

Allianz Global Investors Europe GmbH è una società di diritto tedesco con sede legale in Mainzer Landstrasse 11-13 D60329 Francoforte.

Allianz Global Investors Europe GmbH è autorizzata in Germania come fornitore di servizi finanziari; per lo svolgimento delle proprie attività Allianz Global Investors Europe GmbH è soggetta alla vigilanza della Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin).

Allianz Global Investors Europe GmbH ha stabilito una succursale in Italia che opera sotto il nome di Allianz Global Investors Europe GmbH, Succursale italiana. Per lo svolgimento delle proprie attività Allianz Global Investors Europe GmbH, Succursale italiana è soggetta alla vigilanza della Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (CONSOB).

Il presente documento si propone di fornire notizie utili per scopi informativi e/o di discussione. Non intende essere un documento di carattere legale e/o di natura fiscale.

Le informazioni e le opinioni espresse nel presente documento, soggette a variazioni nel tempo, sono quelle di Allianz Global Investors Europe GmbH o delle società del Gruppo Allianz SE, al momento della redazione del documento medesimo.

E' vietata la duplicazione, pubblicazione o trasmissione dei contenuti del presente documento, anche parziale, a persone non autorizzate.

Alcune delle informazioni contenute nel presente documento derivano da fonti sia pubblicate che non pubblicate che si presumono corrette e attendibili ma non sono state verificate da terze parti indipendenti. Per questo motivo Allianz Global Investors Europe GmbH non garantisce l'accuratezza e la completezza di tali informazioni e non risponde di eventuali danni o perdite derivanti dall'uso delle informazioni fornite.

Le informazioni contenute nel presente documento non costituiscono offerta o sollecitazione del pubblico risparmio in nessuna giurisdizione in cui la società non è abilitata ad operare direttamente o nella quale la persona che effettua l'offerta o la sollecitazione non sia autorizzata a farlo o a nessun soggetto al quale non sia permesso fare tale offerta o sollecitazione nella giurisdizione in cui risiede.

Le dichiarazioni contenute nel presente documento sono soggette alle previsioni di qualsiasi offerta o contratto sottostante che possa essere stato o sarà stipulato o concluso.

Per le opportunità di investimento presentate nel documento non vi è alcuna garanzia di Allianz Global Investors Europe GmbH o delle società del Gruppo Allianz SE. Le performance illustrate si riferiscono al passato e non sono indicative di quelle future.

Documento divulgativo di approfondimento che non costituisce sollecitazione al pubblico risparmio