

Luglio 2014

Prospettive globali

È il momento della strategia *Long Alpha*

I rendimenti delle asset class nel primo semestre del 2014 sono stati sorprendentemente positivi in considerazione dello scenario macroeconomico stagnante e dei crescenti rischi geopolitici.

I rendimenti azionari si sono attestati intorno al 5-7%, in linea con le nostre previsioni per l'intero esercizio. I rendimenti delle obbligazioni, specialmente dei mercati

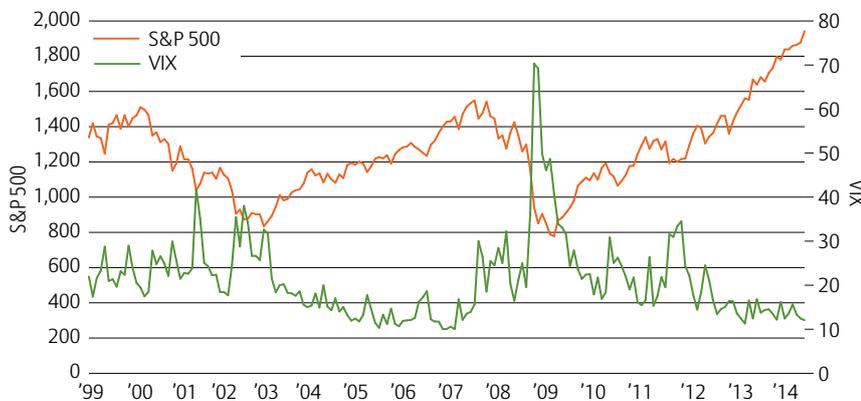
emergenti in valuta estera, sono stati altrettanto positivi, se non più alti nonostante le nostre aspettative di una graduale normalizzazione della curva dei rendimenti.

A differenza degli anni precedenti, riteniamo che i mercati finanziari possano resistere piuttosto bene. Le aspettative di crescita in genere sono state disattese e la crescita degli utili è risultata nulla in assenza di un aumento dei ricavi.



Andreas Utermann
Global Chief Investment Officer

La volatilità resta bassa



Fonte: Datastream, dati al 17 giugno 2014.

Mentre le aspettative inflazionistiche rimangono modeste, l'inflazione continua sorprendentemente a scendere favorendo la ripresa del segmento a lungo termine del mercato obbligazionario. Le banche centrali, in particolare la Bank of England, hanno avvertito che la stretta monetaria potrebbe avvenire prima del previsto. Inoltre, l'intensificarsi dei conflitti in Iraq e Ucraina (scontri che minacciano di trasformarsi in una vera e propria guerra civile) potrebbe alimentare i timori sulle

Cont. a pag.2

01 Prospettive globali

È il momento della strategia *Long Alpha*

02 Prospettive europee

Come gestire la "grande divergenza"

03 Punti di vista

India: prospettive positive dopo l'elezione del Primo Ministro Modi

04 Segnali dalla ricerca

I nuovi strumenti di valutazione della BCE miglioreranno il sistema bancario dell'Eurozona

04 GrassrootsSM Research

La tendenza della domanda di oro in India

Allianz 
Global Investors

Understand. Act.

Cont. da pag.1

forniture di gas e petrolio, gravando sul sentiment nonché sulle prospettive di crescita.

Le valutazioni azionarie e obbligazionarie sembrano su livelli piuttosto estremi, molto probabilmente per la politica monetaria estremamente accomodante che rende alquanto gravosi gli investimenti nel mercato monetario a breve termine, mentre il momentum procede nella direzione sbagliata. Come evidenziato dalla figura a pagina 1, la volatilità misurata in base al VIX

(Chicago Board Options Exchange Volatility Index) resta tendenzialmente su livelli molto bassi. Inoltre le offerte pubbliche iniziali (IPO) sono aumentate molto, e questo spesso è un presagio del calo della volatilità nel mercato azionario.

Di conseguenza, per la prima volta negli ultimi quattro anni, gli investitori potrebbero decidere di prendere profitto sulle principali asset class e mantenere una posizione neutrale. Ci sono ancora opportunità puntando sui dividendi, sui segmenti di

mercato in crescita e investendo in determinate obbligazioni dei mercati emergenti in valuta locale, oltre ad alcune operazioni *cross-currency*, tuttavia le condizioni saranno probabilmente piuttosto difficili nei prossimi mesi, a meno che non si verifichi un notevole miglioramento dei fattori macroeconomici, degli utili e del contesto geopolitico. In questo momento è meglio assumere una posizione *long alpha* che *long beta*.

Prospettive europee

Come gestire la “grande divergenza”

Dopo la recente decisione della Banca Centrale Europea (BCE) di rafforzare le misure di politica monetaria adottando un approccio più accomodante, chi investe nel reddito fisso si trova di fronte a una situazione senza precedenti, con strategie diverse da parte della Federal Reserve e della BCE.

Tra le domande che gli investitori statunitensi si stanno ponendo sulla politica della Federal Reserve, ne evidenziamo tre:

- Quando avverrà il primo rialzo dei tassi?
- Quanto durerà il ciclo di rialzo dei tassi?
- Su quali livelli si attesteranno i tassi di interesse al termine di questa stretta monetaria?

Al contrario, gli investitori nell'area Euro si chiedono: serve o non serve un nuovo *Quantitative Easing*?

Certamente le principali preoccupazioni delle banche centrali e degli investitori sulle due sponde dell'Atlantico sono diverse e c'è effettivamente il rischio che gli interessi continuino a divergere.

Le anticipazioni su una stretta monetaria negli Stati Uniti finora non hanno avuto un grosso impatto, tuttavia persiste il rischio di una rivalutazione se gli indicatori economici dovessero salire bruscamente, oppure se l'inflazione continuerà a salire.

Nell'Eurozona, l'inflazione costantemente bassa (fattore da non trascurare) potrebbe alimentare le voci per cui la BCE sarebbe pronta ad adottare un piano di riacquisto di titoli *fixed income*.

In un contesto in cui, nonostante fattori intrinseci positivi, i tassi nell'Eurozona sono esposti a un aumento dei rendimenti negli Stati Uniti, abbiamo agito in questo modo:

- Abbiamo attivato strategie basate su un possibile ampliamento degli spread tra Stati Uniti e Area Euro.
- Abbiamo ridotto la duration attraverso una gestione dinamica del portafoglio, principalmente acquistando volatilità, che è bassa e quindi non costosa, per ottimizzare la convessità.



Franck Dixmier
CIO Fixed Income Europe

Punti di vista

India: prospettive positive dopo l'elezione del Primo Ministro Modi

A maggio 2014 si sono concluse le elezioni politiche in India, dove per la prima volta dal 1984 è emersa la maggioranza di un unico partito. Il nuovo Primo Ministro, Narendra Modi, strizza l'occhio alle imprese ed è conosciuto per le sue capacità gestionali e decisionali, grazie a oltre un decennio di esperienza come primo ministro dello stato occidentale del Gujarat. In questa regione ha trasformato il settore dell'energia, ha migliorato l'irrigazione, aumentato la disponibilità d'acqua, si è concentrato sulle fonti di energia rinnovabile, ha promosso il turismo e, aspetto più importante, è stato un leader autorevole. Ha vinto le elezioni ricevendo il mandato dello sviluppo, con lo slogan "minimum government, maximum governance".

Il progetto economico di Modi

Le intenzioni del nuovo Primo Ministro in tema di politica economica saranno chiarite con la pubblicazione del primo bilancio previsionale, atteso indicativamente per la metà di luglio. I primi segnali sono positivi. Ad esempio, per migliorare l'efficienza del governo, Modi ne ha già ridotto le dimensioni da oltre 70 a circa 45 collaboratori, raggruppando gli enti collegati in un unico ministero. Il suo piano ambizioso dovrebbe contribuire a risolvere i problemi dell'India nelle infrastrutture di base, come l'elettricità e l'acqua, oltre a incoraggiare gli investimenti nei treni ad alta velocità e nello sviluppo delle città attraverso le telecomunicazioni moderne.

Il nuovo governo probabilmente cercherà di incrementare gli investimenti esteri, soprattutto nel settore della difesa, semplificando le leggi fiscali e offrendo incentivi per i settori a forte intensità di manodopera. Cercherà inoltre di attirare gli investimenti nel settore del carbone per risolvere il cronico problema dell'India nelle forniture di energia. Inoltre Modi intende costituire un sistema sanitario accessibile a tutti, portare i servizi igienici in ogni casa e una connessione a Internet in ogni scuola indiana.

Per combattere la povertà delle zone rurali, il governo di Modi progetta di usare le nuove tecnologie per incrementare i raccolti.

La sfida del bilancio

Il mercato azionario in India ha toccato nuovi massimi sull'ondata di ottimismo degli investitori per la capacità di Modi di stimolare l'economia indiana (la terza in Asia per dimensioni dopo Cina e Giappone), riducendo la burocrazia e incrementando la crescita. Tuttavia lo scenario economico presenta ancora numerose sfide.

Per l'esercizio chiuso il 31 marzo, il deficit di bilancio del governo equivale al 4,5% del Pil. Ciò limita la sua capacità di spesa in assenza di un aumento dei ricavi o di tagli in altri ambiti. Il disavanzo delle partite correnti è sceso all'1,7% del Pil quest'anno rispetto al 4,7% dello scorso anno, in parte a causa del calo delle importazioni dell'oro. Negli ultimi due anni la crescita del Pil si è stabilizzata al 4,5% e al 4,7%, anche se la produzione industriale dà i primi segnali di rinascita.

La Reserve Bank of India sostiene che "una nuova stretta monetaria non è garantita" ma conferma il target dell'inflazione dei prezzi al consumo dell'8% a gennaio 2015 e del 6% a gennaio 2016. Il rendimento dei titoli di stato indiani a 10 anni è già sceso di circa 50 punti base negli ultimi due mesi. Tuttavia, nel breve termine un fattore ambientale, come per esempio una stagione dei monsoni debole, potrebbe rappresentare un rischio per le sue implicazioni sui prezzi degli alimentari.

Utili e titoli ciclici locali in ripresa

In base alle ultime revisioni, il declino degli utili delle imprese sembra giunto al termine. Infatti la recente stagione degli utili relativa al 4° trimestre ci ha riservato sorprendenti rialzi. Con le politiche adottate dal nuovo Primo Ministro ci aspettiamo un ciclo di rialzo degli utili, con un rimbalzo più significativo verso la fine del 2015. Durante l'ultimo ciclo economico, le aziende si sono



Raymond Chan
CIO Equity Asia Pacific

impegnate molto nell'ottimizzazione dei costi; a nostro giudizio la ripresa della crescita porterà a una leva operativa elevata, alimentando quindi la crescita degli utili.

I titoli ciclici locali dovrebbero quindi recuperare, mentre i titoli di qualità nei settori al consumo e alle esportazioni continueranno a beneficiare della situazione. Le imprese indebitate stanno approfittando del miglioramento del mercato azionario, raccogliendo capitali che vanno a ridurre il debito. A nostro parere, sarà un fattore positivo per le banche indiane in difficoltà dal punto di vista della qualità patrimoniale.

Segnali dalla ricerca

I nuovi strumenti di valutazione della BCE miglioreranno il sistema bancario dell'Eurozona

La BCE sta sottoponendo le banche ad un'approfondita valutazione, con l'*Asset Quality Review* (AQR) e gli stress test nell'Unione Europea, in preparazione del meccanismo di vigilanza unico (SSM). Le banche dell'Unione Europea hanno già incrementato il capitale o rafforzato le riserve per circa 95 miliardi di euro, e prevedibilmente l'adeguatezza del capitale migliorerà ancora. Presupponiamo che l'*Asset Quality Review* e gli stress test portino le riserve sui livelli massimi e ad un aumento dell'attività di fusioni e acquisizioni.

A nostro giudizio, la BCE migliorerà la fungibilità del capitale e della liquidità con l'applicazione del meccanismo di vigilanza e del meccanismo unico di risoluzione (SRM).

L'attività bancaria cross-border nell'Eurozona diventerà più efficiente e le banche più solide probabilmente acquireranno le banche periferiche.

La logica dietro a questi sviluppi va oltre le solite argomentazioni. Le banche del nord Europa con una situazione patrimoniale robusta, potrebbero sfruttare il loro vantaggio in termini di costo della raccolta, riducendo molto il costo per le banche periferiche. Il rischio sarebbe limitato poiché la BCE ha ratificato i bilanci.

Dal punto di vista delle banche più deboli, l'obiettivo è evitare di raccogliere capitali a multipli svantaggiosi e accedere a un flusso di raccolta robusto. Questi nuovi strumenti per la valutazione delle banche potrebbero



Oliver Flade
Research Sector Team Head, European Financials

inoltre intensificare fusioni e acquisizioni a livello locale, facendo salire ulteriormente i multipli delle valutazioni.

GrassrootsSM Research

La tendenza della domanda di oro in India

Buona parte della popolazione indiana ha perso interesse per l'oro dopo le limitazioni all'importazione imposte nel 2013 per riequilibrare il disavanzo delle partite correnti del paese.

GrassrootsSM Research ha contattato esponenti di banche private, gioiellieri e commercianti di lingotti d'oro in India per conoscere le loro previsioni sull'oro come strumento di investimento e consumo. Agli intervistati è stato chiesto: **fino a che punto l'aumento dei dazi doganali e le nuove regole di finanziamento hanno influito sulla loro attività?**

Abbiamo constatato che gli investimenti in oro nel primo trimestre di ogni anno,

nonché la tendenza generale fino alla metà del secondo trimestre, sono diminuiti. Lo stesso vale per le vendite di oro ai consumatori. L'aumento dei dazi all'importazione e in certa misura le nuove regole di finanziamento (*cash only*) hanno avuto un impatto negativo sugli affari, in particolare per i gioiellieri più piccoli.

Tuttavia, grazie ai cambiamenti legislativi previsti e alla nuova stabilità politica, questo sentiment negativo probabilmente migliorerà nel corso del 2014, soprattutto per i gioiellieri che tengono le scorte su livelli stabili tendenti al rialzo.

“Considerato che la domanda di gioielli e di lingotti/monete in India rappresenta circa il



Johannes Jacobi
GrassrootsSM Research Analyst

25% della domanda globale, è molto importante capire il comportamento dei consumatori indiani”, spiega David Finger, analista ricercatore presso AllianzGI a Francoforte.

L'investimento implica dei rischi. Il valore di un investimento e il reddito che ne deriva possono aumentare così come diminuire e, al momento del rimborso, l'investitore potrebbe non ricevere l'importo originariamente investito.

Le informazioni e le opinioni espresse nel presente documento, soggette a variazioni nel tempo, sono quelle della società che lo ha emesso o delle società collegate, al momento della redazione del documento medesimo. Le informazioni contenute nel presente documento derivano da fonti che si presumono corrette e attendibili ma non sono state verificate da terze parti indipendenti. Per questo motivo l'accuratezza e la completezza di tali informazioni non sono garantite e nessuna responsabilità è assunta circa eventuali danni o perdite derivanti dall'uso delle informazioni fornite. Si applicano con prevalenza le condizioni di un'eventuale offerta o contratto che sia stato o che sarà stipulato o sottoscritto.

Il presente documento è una comunicazione di marketing; emessa da Allianz Global Investors Europe GmbH, www.allianzgi-regulatory.eu, una società di gestione a responsabilità limitata di diritto tedesco, con sede legale in Bockenheimer Landstrasse 42-44, D-60323 Francoforte sul Meno, iscritta al Registro Commerciale presso la Corte di Francoforte sul Meno col numero HRB 9340, autorizzata dalla Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (www.bafin.de).

Allianz Global Investors Europe GmbH ha stabilito una succursale in Italia - Allianz Global Investors Europe GmbH, Succursale di Milano, www.allianzglobalinvestors.it, via Durini, 1 - 20122 Milano, soggetta alla vigilanza delle competenti Autorità italiane e tedesche in conformità alla normativa comunitaria. È vietata la duplicazione, pubblicazione o trasmissione dei contenuti del presente documento in qualsiasi forma.

Documento illustrativo di approfondimento che non costituisce offerta al pubblico di prodotti/servizi finanziari.