

anteo

newsletter per l'investitore istituzionale



gennaio 2013

anno X – n. **69**

l'editoriale di questo mese:

Rileggendo l'editoriale del gennaio 2012, non possiamo che esultare a fronte della infondatezza della profezia Maya e di un anno "bisesto" che si è rivelato tutt'altro che funesto, sia per i mercati finanziari...

> pagina 4



newsletter per l'investitore istituzionale

n. **69**



anteo

newsletter per l'investitore istituzionale

in questo numero:

editoriale p. 4

l'angolo dell'analisi p. 6
Prof. Paolo Onofri

osservatorio prometeia p. 8
Prospettive per i mercati finanziari nel 2013
Ugo Speculato e Lea Zicchino, Prometeia

Le logiche di asset allocation per il 2013 e i nuovi approcci gestionali p. 12
Cosimo Musiello — Responsabile attività Asset Allocation, Prometeia Advisor Sim

contributi
Outlook 2013 per i titoli di Stato dell'eurozona p. 15
Olivier de Larouzière — Head of interest rates, Natixis AM

Riflessioni per il 2013 sul mercato del credito p. 17
George Muzinich — Chairman and CEO, Muzinich & Co.
Ersilia Molnar — Director of Institutional Marketing, Muzinich & Co.

US Equity Outlook 2013 p. 20
Alberto Salato — Managing Director, Italy Institutional Business, BlackRock
Steven Rust — Vice President, EMEA Institutional Business, BlackRock

Paesi emergenti a una svolta? p. 24
Mark Boulton — Senior Manager, Pictet Asset Management - Emerging Equities
Stephen Burrows — Senior Manager, Pictet Asset Management - Emerging Equities

n. **69**

editoriale

Buon anno a tutti voi, carissimi lettori del nostro ANTEO!

Rileggendo l'editoriale del gennaio 2012, non possiamo che esultare a fronte della infondatezza della profezia Maya e di un anno "bisesto" che si è rivelato tutt'altro che funesto, sia per i mercati finanziari (tutti positivi i numerosi indici di varia natura che monitoriamo, non succedeva dal 1985!) sia per Prometeia Advisor, che ha superato i 60 clienti serviti e i 30 giovani e validi professionisti direttamente impiegati, ottenendo i migliori risultati dei suoi 7 anni di storia.

Non poteva esserci scenario migliore per accogliere alla Presidenza di Prometeia Advisor Chiara Fornasari, già Vice Presidente della Sim e "colonna portante" in Prometeia, che ha visto nascere nel 1974!

L'euforia è però presto rintuzzata dalla malinconia, per i numerosi auspici andati delusi nel nostro Paese, nonostante un anno di governo tecnico con un'ampia, per quanto strana, maggioranza parlamentare.

Si prospettava, infatti, il definitivo completamento della normativa sugli Enti previdenziali di primo e secondo pilastro: le Casse hanno invece visto peggiorare la loro natura ermafrodita tra pubblico e privato, venendo fatti oggetto dei più sciagurati "assalti alla diligenza" (dalla *spending review* al tentativo di alienazione forzata degli immobili residenziali); i fondi pensione sono ancora in attesa dei "godot nuovo 703/96 e modifica del 7 bis della 252/05" e, seppur graziati dall'imposta di bollo, mantengono incomprensibilmente il prelievo fiscale sul maturato e non sul realizzato (come tutte le altre forme di investimento), paradossale per l'unica vera forma di risparmio di lungo termine che gli italiani lungimiranti hanno a disposizione (in attesa dell'altro "godot", ovvero i "piani di risparmio a lungo termine", fortemente voluti da Assogestioni nel DL 13 agosto 2011 n. 138, del quale poi nessuno ha trovato modo di scrivere ed approvare i decreti attuativi...).

Riguardo alle Fondazioni di origine bancaria, l'auspicio era invece quello che si procedesse con coraggio e determinazione nel dettare i principi di autoregolamentazione, ora contenuti nella "Carta delle Fondazioni". In effetti le elaborazioni delle tre Commissioni messe all'opera dall'ACRI hanno prodotto risultati di grande rilievo: il nuovo auspicio è quindi che le singole Fondazioni facciano al più presto propri questi validi principi, modificando a tal fine i loro statuti, regolamenti ed assetti procedurali. Un biennio ad alta intensità di rinnovo degli Organi non è probabilmente il periodo migliore per farlo, ma uno sforzo in tal senso potrebbe quantomeno alleggerire le sempre più frequenti accuse di inefficienza ed autoreferenzialità, che vacui soloni continuano a diffondere a mezzo stampa.

Un'altra forte aspettativa era rivolta al "livellamento del campo di gioco" sul mercato della consulenza finanziaria. Non essere ancora riusciti, dopo oltre 5 anni dal recepimento in Italia della Direttiva MiFID, a dar vita all'Albo dedicato alle persone fisiche, alle Spa ed alle Srl è ormai inequivocabile segnale di vittoria di chi vuole mantenere questo mercato nelle mani delle reti di distribuzione tradizionali o, peggio, lasciarlo alla mercé di soggetti che operano al di fuori di ogni regola e vigilanza, per poi scandalizzarsi di fronte al "Maddoff dei Parioli".

Ma basta guardare al passato! Il 2013 si è aperto all'insegna dell'ottimismo sui mercati finanziari, pur in presenza di segnali ancora poco confortanti sul fronte macroeconomico.

Come di consueto dedichiamo il primo numero dell'anno all'outlook, buoni ultimi rispetto al florilegio di pubblicazioni che già da novembre ingolfano le email di tutti voi, ma con il conforto degli studi e delle previsioni dei nostri colleghi dell'Associazione Prometeia, il cui Rapporto di Previsione trimestrale è stato presentato il 25 gennaio scorso.

Come avrete modo di leggere, sia il Prof. Onofri che gli altri nostri economisti sono un po' più cauti degli asset managers ai quali abbiamo chiesto di approfondire lo scenario atteso per alcune classi di attività particolarmente significative e presenti nei portafogli istituzionali, quali l'obbligazionario governativo dell'area euro, i corporate bonds, l'azionario Usa e i Paesi Emergenti.

Ringraziamo i contributori che, pur con la sintesi richiesta, hanno fornito interessanti spunti di "riflessione operativa", che per primi abbiamo cercato di cogliere nelle riflessioni sull'asset allocation del nostro Cosimo Musiello.

A inizio 2012 chiudevamo l'editoriale con le sempre attuali parole di Tommaso Padoa - Schioppa, più che mai rimpianto da un'Italia e da un'Europa brulicante di strapagati burocrati e quasi del tutto priva di lungimiranti statisti europeisti.

Ora ci piace salutare questo "anno che verrà" con due parole sul futuro, non già di un valente economista, ma di un poeta della musica, per noi bolognesi ancora più grande della sua e nostra Piazza: *"sono ancora affascinato dal futuro, anche se in maniera diversa e più consapevole, semplicemente per il fatto che il futuro non c'è. Il futuro entra nell'animo di chi lo immagina e si prospetta sempre diverso, anche in contrapposizione alle ipotesi più prevedibili. Io sono un ottimista, ma non bisogna escludere niente, bisogna essere pronti a tutto, a qualsiasi cambiamento: se siamo dei monoliti nei confronti del futuro, anche con le caratteristiche vincenti che oggi ci contraddistinguono, abbiamo perso: dobbiamo essere uomini, anime, elementi in mutazione anche noi, con i tempi in cui viviamo"* (Lucio Dalla, 2003).

l'angolo dell'analisi

Prof. Paolo Onofri



Il 2013 viene visto da tutti come l'anno dell'inversione di tendenza: su quali elementi si fondano le aspettative di ripresa dell'economia mondiale?

Innanzitutto sul fatto che in Cina sembra essere cessato il rallentamento della crescita: dal 9.3 per cento del 2011 al 7.8 del 2012 e l'aspettativa che nel corso di quest'anno torni leggermente sopra l'8 per cento. Questa valutazione del profilo congiunturale si estende anche agli altri Paesi asiatici.

Veniamo alle singole aree: negli Stati Uniti c'è il problema della finanza pubblica tra i primi a dover essere affrontati. E' da escludere una situazione come quella europea? Come si può evitare che i rendimenti a lunga salgano oltre i livelli desiderati? Le politiche quantitative di politica monetaria possono essere effettuate illimitatamente senza effetti collaterali?

La politica di bilancio americana sta lentamente cambiando di segno: da espansiva a moderatamente restrittiva con un orizzonte di medio periodo. A fianco di essa la politica monetaria ha più volte annunciato che vorrà compensarne gli effetti restrittivi proseguendo con gli interventi sul mercato dei titoli a lunga scadenza per mantenere il rendimento dei decennali al livello attuale e favorire la riduzione del tasso di disoccupazione, diventato esplicitamente l'obiettivo che la Fed persegue. C'è il rischio che il permissivismo monetario alimenti nuove pericolose bolle? Certo, non lo si può escludere, ma allo stato attuale la fiducia che al momento opportuno di fronte al riacutizzarsi di attese di inflazione sui mercati la Fed sappia uscire dal quantitative easing è molto elevata.

L'area Uem: allontanati i rischi di disgregazione della moneta unica, e calmierati, per il momento, gli eccessi speculativi sui mercati finanziari, si discute diffusamente di politiche per la crescita:

come si possono conciliare con le necessità di rigore?

In modo semplice a dirsi molto complesso a farsi: con l'azione espansiva congiunta tra i diversi Paesi e proporzionata in funzione del grado di solidità delle condizioni di bilancio. Ciò potrebbe tradursi nell'accettazione che i tempi di azzeramento dei disavanzi siano allungati solamente se vengono adottate misure strutturali che favoriscono la crescita del prodotto potenziale.

Nel 2012 gli indici obbligazionari dell'area Uem sono stati tra i mercati più premianti ma in generale, l'anno appena trascorso è stato particolarmente positivo per tutte le asset class; ritornando però ai mercati obbligazionari, c'è il pericolo che i tassi di interesse (in generale) siano troppo bassi, aumentando di conseguenza i rischi potenziali su questi mercati?

La crescita di medio periodo in Europa non potrà essere elevata e quindi anche i rendimenti sui titoli a lunga scadenza non potranno esserlo. Ciò non toglie che il ripristino graduale del funzionamento dell'integrazione dei mercati finanziari e monetari europei porterà a un rialzo dei rendimenti dei titoli dei Paesi sicuri e ne conseguirà, come sta già avvenendo, che il rendimento dei titoli dei Paesi periferici scenderà di meno di quanto scenderanno gli spread corrispondenti.

Italia: al di là degli esiti elettorali, come si può recuperare in parte il gap di crescita che ci separa con la media dell'area Uem?

Non ci sono facili soluzioni. Lasciata da sola, senza un accordo sulle politiche di bilancio a livello europeo, sono diversi i vincoli che la nostra economia si trova davanti: ridurre il debito pubblico, aumentare la competitività internazionale (ovvero la dinamica della produttività) e, nel medio periodo, temperare gli effetti sulla crescita dell'invecchiamento

della popolazione. L'azione sulla produttività è la chiave di volta del disegno di politica economica necessario, perché favorisce il perseguimento di tutti e tre gli obiettivi. Ciò richiede una molteplicità di interventi non direttamente di natura economica, ma con ricadute positive sull'economia, di cui sarebbe lungo parlare. Ma soprattutto richiederebbe, in ambito economico, azioni di redistribuzione, sia del carico fiscale che

della spesa pubblica, che si sono dimostrate nel passato molto difficili da perseguire sul piano politico. Sono abbastanza scettico che tutto ciò possa verificarsi nell'immediato futuro: temo che risultati significativi non si potranno apprezzare che verso la fine di questo decennio.

osservatorio prometeia

Prospettive per i mercati finanziari nel 2013

Ugo Speculato e Lea Zicchino, Prometeia

La congiuntura e le prospettive macroeconomiche

La dinamica dell'attività economica internazionale è rimasta debole nei mesi finali dello scorso anno (Fig. 1), ma da diversi indicatori emergono segnali di stabilizzazione sia nei mercati emergenti che nelle economie mature. La crescita in molti Paesi continuerà tuttavia a essere condizionata dai processi di aggiustamento degli squilibri in diversi Paesi.

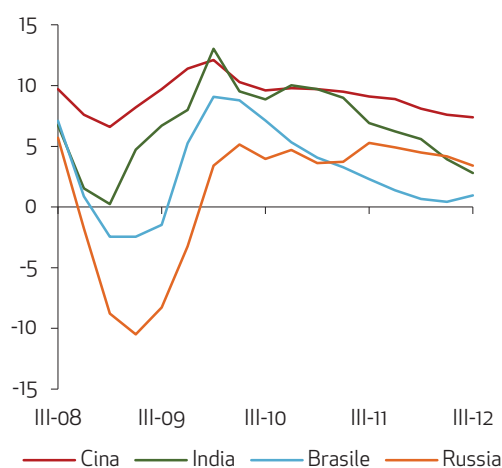
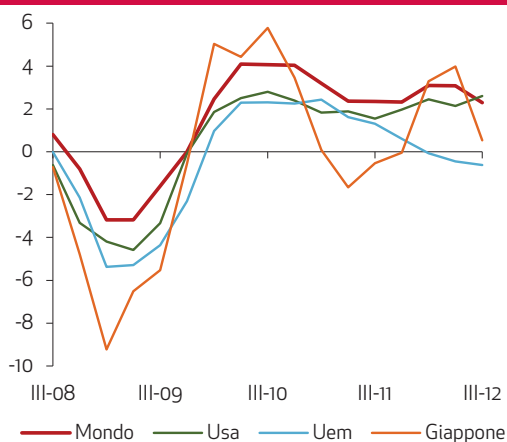
Rispetto a ottobre le nostre previsioni non sono cambiate in modo sostanziale poiché molti degli sviluppi degli ultimi mesi, in particolare il "soft

landing" della Cina e l'accordo sul *fiscal cliff* negli Stati Uniti, erano già incorporati nel nostro scenario. Nel 2013 la seppur lieve accelerazione della crescita in Cina e negli altri Paesi emergenti compenserà il rallentamento nei Paesi avanzati e determinerà un tasso di crescita del Pil mondiale sopra il 3 per cento. Per il biennio successivo ci attendiamo un miglioramento del ciclo anche nelle economie mature e un tasso di crescita del Pil mondiale intorno al 4 per cento.

Negli **Usa** all'inizio del 2013 il ritmo di espansione del Pil dovrebbe tornare in accelerazione, anche per effetto della fase di ricostruzione post-uragano e del consolidamento della ripresa del mercato immobiliare residenziale. Durante l'anno un sostegno ai consumi arriverà dagli effetti sul reddito disponibile delle famiglie della proroga di un anno dei sussidi di disoccupazione, mentre la proroga della defiscalizzazione degli investimenti non residenziali dovrebbe evitare un loro indebolimento. Il *fiscal cliff* è stato temporaneamente evitato e la Federal Reserve ha confermato il proprio impegno a sostenere la ripresa legando esplicitamente il proprio intervento sui tassi a obiettivi di recupero dell'occupazione. La crescita del Pil nella media del 2013 potrebbe essere comunque lievemente inferiore a quella del 2012 e restare moderata in tutto il triennio di previsione.

Nell'**Uem** il Pil nel terzo trimestre è diminuito a un ritmo più lieve che nel periodo precedente: è stato ancora una volta l'interscambio netto con l'estero a sostenere l'attività economica, ma si è anche attenuato l'indebolimento della domanda finale interna. Le anticipazioni relative all'ultimo trimestre del 2012 indicano che la debolezza delle economie periferiche ha pesato anche su quelle degli altri Paesi dell'area determinando una flessione maggiore di quella osservata nel terzo trimestre. Nonostante qualche segnale di stabilizzazione o ripresa negli indicatori congiunturali, l'effetto di trascinamento e il permanere di elementi di fragilità e dell'incertezza dovrebbero portare, anche nel 2013, a una flessione del Pil ma più modesta di quella sperimentata nell'anno appena concluso. Per il biennio successivo, il Pil dell'area tornerà a crescere, anche se a tassi poco superiori all'1 per cento, grazie al buon andamento delle esportazioni e agli effetti sulla domanda interna.

Figura 1: Prodotto interno lordo in termini reali (var.% sull'anno precedente)



Fonte: Thomson Reuters, elaborazioni Prometeia; dati al 23/1/13.

Nota: Pil mondiale fonte Oxford Economics, calcolato con prezzi in dollari 2005.

terzo trimestre è riconducibile in larga misura alle esportazioni, alla cui profonda flessione hanno contribuito anche le tensioni politiche con la Cina. In forte contrazione gli investimenti delle imprese, in parte a seguito degli effetti sui consumi dell'esaurirsi di alcune agevolazioni fiscali. Gli indicatori congiunturali più recenti portano a non escludere la possibilità che il Pil sia sceso anche nel quarto trimestre. All'interno di questo quadro il governo ha annunciato un nuovo piano di stimolo all'economia da affiancare a una politica monetaria ancora più accomodante. Grazie alle revisioni al rialzo per i primi mesi dello scorso anno, il Pil giapponese nella media del 2012 dovrebbe essere cresciuto di quasi il 2 per cento e ci attendiamo tassi di crescita simili anche per gli anni successivi.

Le prospettive per i mercati finanziari nel 2013

Il supporto delle politiche economiche e monetarie e i progressi relativi al contesto istituzionale in Europa hanno attenuato le tensioni nei mercati finanziari, con un aumento della propensione al rischio che riteniamo proseguirà nel 2013, sebbene non mancheranno periodi di maggiori tensioni e quindi più elevata volatilità.

Mercato monetario

A differenza che nel Rapporto di Previsione di ottobre, non prevediamo ora un nuovo taglio dei tassi e riteniamo che siano diventate meno probabili nuove manovre di politica monetaria non convenzionale (ad esempio, nuove aste a 3 anni). Tuttavia, se la minore probabilità di una riduzione del tasso di politica monetaria nell'Uem ha portato a un recente aumento, seppur modesto, dei tassi del mercato monetario, la riduzione della liquidità in eccesso (anche in prospettiva) non dovrebbe incidere in modo significativo sul profilo dei tassi almeno per quest'anno. Questa considerazione è giustificata dal fatto che in passato anche con un livello di eccesso di liquidità molto inferiore a quello che prevediamo si possa avere nell'anno, il tasso Eonia si è mantenuto molto vicino al tasso sui depositi overnight presso la Bce e il tasso Euribor a tre mesi inferiore al tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali.

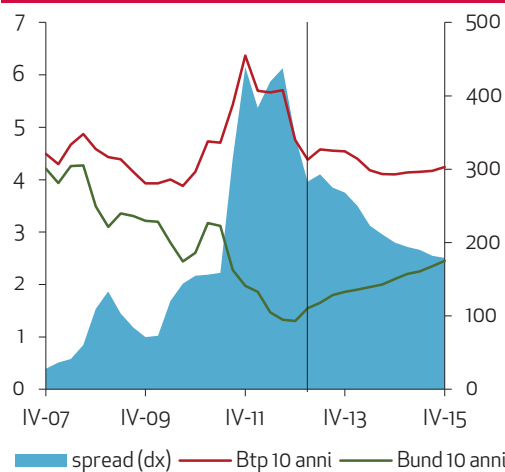
Titoli di Stato

I prezzi dei titoli governativi dei Paesi meno rischiosi durante gli ultimi due anni sono stati favoriti dagli effetti del *flight-to-quality*, che ci attendiamo si attenuino nel corso dell'anno: il ritorno dell'appetito al rischio degli investitori dopo gli interventi della Banca centrale e delle istituzioni europee che hanno ridotto il rischio di

una frattura dell'area euro dovrebbe continuare a favorire la domanda di titoli dei Paesi periferici, che offrono ancora rendimenti interessanti. Tuttavia le prossime elezioni in Italia potrebbero portare a maggiori, seppur temporanee, tensioni e quindi a una possibile discesa dei prezzi dei titoli italiani nel breve termine. Già nel secondo trimestre, il differenziale di rendimento a scadenza Btp-Bund a 10 anni dovrebbe tornare a ridursi, favorito sia dalla discesa del rendimento del Btp, sia dall'aumento del rendimento del Bund (Fig. 2).

I rendimenti sui *Treasury* americani nella prima

Figura 2: Titoli governativi a 10 anni di Italia e Germania: storia e previsioni Prometeia dei rendimenti (per cento) e dello spread (punti base)



Fonte: Thomson Reuters, elaborazioni e dati previsionali Prometeia, Rapporto di Previsione, gen-13; dati medi trimestrali; dati storici al IV-12.

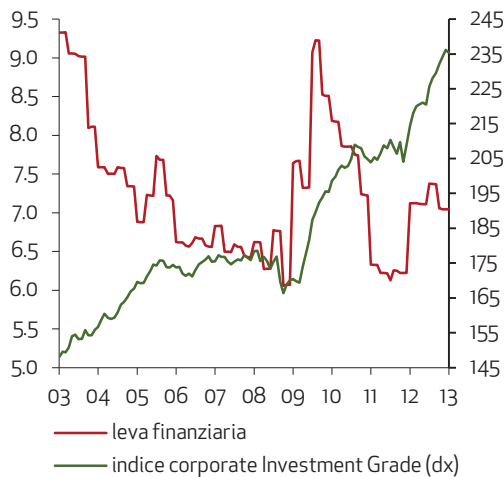
metà dell'anno saranno invece guidati dalle trattative sulla politica di bilancio e potranno subire delle variazioni significative in occasione delle negoziazioni sui tagli alla spesa pubblica, tra febbraio e marzo, e poi quando terminerà, a maggio, la "sospensione" del tetto del debito federale.

Credito

L'anno appena terminato ha visto un forte aumento dei prezzi dei titoli *corporate*, sia del segmento *Investment Grade* sia, in misura più marcata, di quello *High Yield*. Questi movimenti sono spiegati dalla maggiore domanda degli investitori in cerca di attività più remunerative rispetto ai titoli di Stato privi di rischio (*search for yield*) e non sembra essere stata giustificata dai fondamentali: ad esempio, la leva finanziaria delle società incluse nell'indice azionario dell'Uem, che è una misura della loro debolezza finanziaria, è aumentata

mentre salivano i prezzi delle obbligazioni *corporate* in euro (Fig. 3).

Figura 3: Leva finanziaria (rapporto debito netto/Ebitda) e prezzi dei titoli *corporate* Investment Grade (indice total return), Uem



Fonte: Thomson Reuters, Worldscope, elaborazioni Prometeia; dati al 23/1/13.

Nota: Leva finanziaria calcolata come rapporto tra debito netto ed Ebitda per le società che costituiscono l'indice azionario Emu-DS Market. Indice obbligazionario BofA/Merrill Lynch Emu Corporate (euro issues) all maturities, total return.

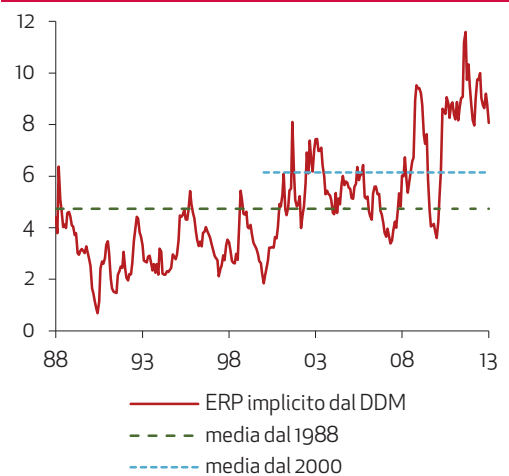
I processi di *deleveraging* e *de-risking* messi in atto dalle società – che migliorano la qualità del credito – e la previsione di tassi di interesse ancora contenuti rappresentano fattori positivi per i prezzi delle obbligazioni *corporate*, sebbene gli spazi siano più ridotti per i titoli con più elevato merito creditizio. Tra questi, i titoli del settore finanziario dell'Uem potrebbero beneficiare del rientro dei timori di una disgregazione dell'area euro e dei riflessi positivi sulle stime degli utili. Permangono migliori prospettive di ripresa per i titoli *High Yield* e in particolare in Europa, dove i tassi di *default* rimangono al di sotto dei livelli medi grazie alle politiche adottate da molte società che hanno migliorato il *mismatch* tra attivi e passivi di bilancio, allungando la *duration* delle loro passività e mantenendo un livello elevato di liquidità nei loro bilanci.

Mercati azionari

La risalita degli indici azionari osservato negli ultimi mesi pone degli interrogativi sulla possibilità di ulteriori guadagni. Se da un lato alcuni modelli di valutazione evidenziano che in vari mercati i prezzi sono intorno o poco sopra i

livelli di equilibrio, dall'altro le quotazioni azionarie potrebbero continuare a beneficiare di una possibile ulteriore compressione del tasso di sconto dei *cash flow* attesi. Il premio al rischio è, infatti, nonostante la riduzione in atto da un po' di mesi, ancora molto elevato rispetto ai livelli medi storici (Fig. 4).

Figura 4: Equity Risk Premium implicito da Dividend Discount Model a 3 stadi, Uem (per cento)



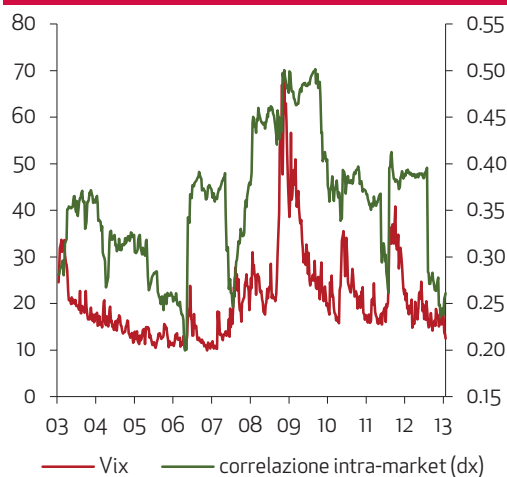
Fonte: Thomson Reuters, elaborazioni Prometeia; dati al 23/1/13.

Nota: ERP calcolato utilizzando l'indice azionario Datastream-Market, le aspettative IBES sugli utili dell'indice Morgan Stanley e il Bund a 10 anni per il tasso risk-free.

Anche se dopo la crisi finanziaria il premio al rischio potrebbe essere diventato strutturalmente più elevato rispetto al passato, è ragionevole attendersi che ci siano ancora dei margini per una sua ulteriore compressione, anche grazie al sostegno delle politiche monetarie accomodanti. Utilizzando il modello *dividend discount* (DDM) è possibile calcolare che ogni punto percentuale in meno di premio al rischio porterebbe, a parità di altre condizioni (utili attesi e tasso *risk-free*), a un rialzo dell'indice azionario mondiale di quasi il 15 per cento.

La riduzione dei rischi all'economia reale e al settore finanziario ha inoltre portato nel periodo più recente a una minore correlazione tra i mercati finanziari per il ruolo più rilevante di fattori specifici rispetto a quelli sistemici. Questo dovrebbe contribuire a ristabilire la capacità di selezione e diversificazione nell'*asset allocation*, non solo tra le diverse classi di attività ma anche, all'interno dei mercati azionari, tra le aree geografiche e i settori (Fig. 5).

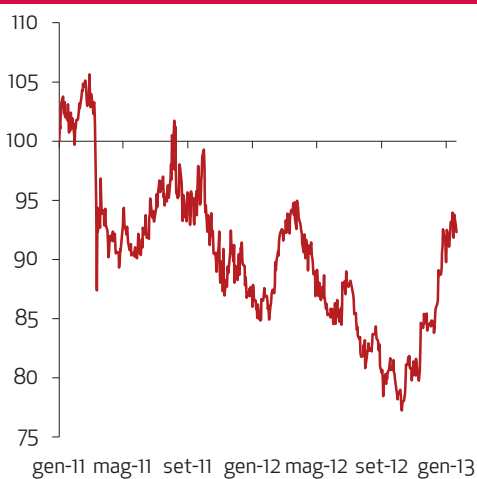
Figura 5: *Indice di volatilità Vix (per cento) e correlazione tra gli indici azionali mondiali (indice di correlazione)*



Fonte: Thomson Reuters, elaborazioni Prometeia; dati settimanali al 23/1/13.

Nota: Media delle correlazioni incrociate tra tutti gli indici generali che costituiscono l'indice World DS-Market; correlazioni rolling a 1 anno calcolate sui rendimenti settimanali total return.

Figura 6: *Andamento del mercato azionario giapponese nei confronti del resto del mondo (indice 3/1/11=100)*



Fonte: Thomson Reuters, elaborazioni Prometeia; dati al 23/1/13.

Nota: Rapporto tra l'indice del Giappone e l'indice All World escl. Giappone in valuta locale; indici di prezzo Ftse.

Sulle possibilità di rivalutazione delle quotazioni azionarie potrebbero pesare nuove fasi di tensione legate al percorso di risoluzione della crisi del debito sovrano in Europa e del *fiscal cliff* negli Usa, con un aumento della volatilità rispetto agli attuali livelli molto contenuti. Tra i principali mercati mondiali, quello giapponese

potrebbe essere tra i più attraenti: nonostante il rally dell'ultimo periodo, i titoli giapponesi non hanno ancora recuperato il differenziale di crescita con gli altri mercati e quest'anno potrebbero beneficiare degli effetti degli stimoli fiscali e monetari (Fig. 6).

Mercati emergenti

La ripresa del ciclo internazionale dovrebbe favorire le classi di attività cicliche, e in particolare quelle dei Paesi emergenti – sia azioni che obbligazioni – già caratterizzate da forti flussi di investimento nei mesi scorsi a seguito della maggiore propensione al rischio e la ricerca di rendimenti più elevati. Gli indicatori qualitativi confermano i segnali di ripresa economica, con l'eccezione dei Paesi dell'Est Europa, dove ci sono maggiori incertezze.

Commodity

Le manovre messe in atto dalle principali Banche centrali, pur avendo attenuato i rischi sulla crescita economica, non hanno alimentato una ripresa della domanda finale di commodity, né nelle economie avanzate né nei mercati emergenti. Il mercato del petrolio sembra attualmente ben rifornito (in base al livello dell'offerta e delle scorte), ma le persistenti tensioni geopolitiche continueranno a mantenere il mercato vulnerabile a eventuali shock dell'offerta, fornendo sostegno ai prezzi. Non ci attendiamo particolari tensioni sulle commodity industriali, poiché non dovrebbero esserci i vincoli di offerta che in alcuni mesi dello scorso anno avevano portato ad aumenti generalizzati.

Cambi

La minore probabilità di un taglio della Bce e la battuta d'arresto del processo di riallineamento con la politica monetaria Usa hanno favorito l'euro rispetto al dollaro ma non prevediamo che nei prossimi mesi l'apprezzamento della valuta comune diventi più intenso. L'aumento del cambio dollaro/euro sarà, infatti, in parte contrastato dalla maggiore crescita relativa dell'economia americana.

Ci attendiamo invece un euro più apprezzato nei confronti dello yen in virtù del maggiore allineamento del nuovo Board della Banca centrale giapponese all'orientamento del governo a invertire la spirale deflazionistica e indebolire lo yen per sostenere la competitività dell'economia nazionale.

osservatorio prometeia

Le logiche di asset allocation per il 2013 e i nuovi approcci gestionali

Cosimo Musiello — Responsabile attività Asset Allocation, Prometeia Advisor Sim

Il 2012 si è chiuso con un mini rally sui mercati finanziari come eravamo abituati un tempo ad attenderci per la fine dell'anno e questo ha consentito di ottenere nei portafogli dei nostri investitori istituzionali risultati positivi e spesso anche superiore alle attese. Naturalmente occorre sottolineare che i brillanti rendimenti, osservati nell'anno appena trascorso praticamente in tutte le *asset class*, in diversi casi hanno solo in parte compensato le perdite accumulate negli anni precedenti e ciò è quanto si riflette anche in molte situazioni inerenti appunto il mercato istituzionale italiano, soprattutto nei casi in cui sono stati possibili principi contabili tali da consentire immobilizzazioni o deroghe di valorizzazione; di conseguenza in alcuni casi, i risultati positivi dal punto di vista contabile, non hanno però consentito ancora di recuperare appieno le valorizzazioni contabili, anche se la distanza si è generalmente (ed in qualche circostanza sensibilmente) ridotta.

La crisi finanziaria è ormai in atto da 5 anni e ha prodotto sull'economia reale due fasi recessive, la prima a livello globale nel 2009, la seconda si è manifestata lo scorso anno concentrata soprattutto nell'area Uem in seguito alla crisi dei debiti sovrani. In questi anni sono saltati molti dogmi della teoria finanziaria e si sono modificate le relazioni tra i mercati, soprattutto in termini di correlazioni, oltre al manifestarsi di un generale aumento della volatilità praticamente su tutte le *asset class*. La prima ondata della crisi, tra il 2007 e il 2008 ha comportato un generalizzato grado di sfiducia che, nelle fasi più intense, successive al default Lehman, ha penalizzato tutte le *asset class* tranne i titoli di Stato: sul mercato monetario i tassi erano eccezionalmente elevati in seguito alla crisi delle istituzioni finanziarie che ostacolava il mercato dei depositi interbancari. Le Banche Centrali hanno iniziato le politiche espansive, prima con interventi sui tassi, poi con misure non convenzionali (tutt'ora in atto) generando una riduzione dei tassi monetari (ormai prossimi allo zero) e gonfiando il livello di liquidità all'interno del sistema finanziario. I Governi, a loro volta, sono dovuti intervenire con misure mirate a salvaguardare i sistemi bancari da un lato e a

cercare di sostenere il settore privato (famiglie e imprese) dall'altro; nell'area Uem ciò ha generato un ampliamento dei deficit pubblici prima e dei debiti poi rendendo di fatto insostenibili le regole di convergenza all'origine dell'Unione e generando una profonda crisi di sfiducia sui paesi dell'area con debiti più elevati. In questa seconda circostanza, le scelte di investimento si sono indirizzate prevalentemente verso i paesi core (Stati Uniti e Germania in primis) penalizzando i paesi periferici dell'area Uem che hanno subito perdite consistenti non solo sui mercati azionari ma anche sui titoli pubblici; tale tendenza si è invertita solo nei mesi estivi del 2012, dopo l'approvazione delle misure anti spread e gli interventi della Banca Centrale Europea che hanno via via allontanato il pericolo di disgregazione dell'area Uem, attenuato l'avversione al rischio e favorito le classi di attività più penalizzate negli anni precedenti, in particolare proprio i titoli di Stato e le azioni bancarie dei paesi periferici. Le possibilità di "tenuta" del ciclo economico internazionale hanno a loro volta continuato ad avere riflessi positivi sui mercati azionari dei paesi core, per cui a fine anno, come detto si sono registrate performance positive praticamente su quasi tutti i mercati finanziari con rendimenti in alcuni casi particolarmente elevati.

La situazione attuale è caratterizzata da tassi monetari prossimi allo zero sulle principali valute; i rendimenti sui titoli pubblici risultano generalmente molto contenuti: nei paesi core (Stati Uniti, Germania, Regno Unito, Norvegia) i rendimenti sono ai minimi di sempre, generando ormai una situazione da "bolla finanziaria"; nei paesi periferici dell'area Uem la riduzione degli spread ha generato un contestuale calo dei livelli dei rendimenti che risultano anch'essi contenuti se visti in chiave storica; i rendimenti dei titoli *corporate* e *high yield* sono inferiori ai livelli pre-crisi; per quanto riguarda i mercati azionari, i corsi di alcuni paesi (anche in questo caso Stati Uniti, Germania, Regno Unito), sono vicini ai massimi storici, mentre in altre realtà, come nel caso italiano, il livello del Ftse-Mib risulta inferiore del 50% rispetto ai valori pre crisi. In tale contesto, è lecito chiedersi se, l'eccesso di liquidità presente nel sistema finanziario, possa aver generato degli eccessi di prezzo su alcune attività non coerenti con il ciclo economico.

In linea generale, stante gli attuali rendimenti attesi sui mercati, la ricerca della performance è piuttosto complessa, e per poter generare redditività coerenti con gli obiettivi medi, tipici del mercato istituzionale italiano, occorre accettare l'assunzione di una qualche forma di rischio aggiuntivo, che può essere espresso in termini di maggiore *duration*, o in termini di maggior rischio di credito da sostenere, ovvero in termini di incremento delle *asset class* tradizionalmente più rischiose come l'azionario o nei paesi in via di sviluppo.

Lo scenario previsto per il 2013 e gli anni successivi, indica una lenta ripresa dell'economia mondiale, e un progressivo allentamento delle tensioni finanziarie, ipotizzando una sostanziale tenuta della crescita nei paesi emergenti, la possibilità di utilizzare ancora politiche monetarie espansive per alcuni anni, una gestione non troppo agitata del problema del debito statunitense.

In un contesto come quello appena descritto, è lecito attendersi tassi di interesse ancora relativamente contenuti per l'anno in corso, per cui sui mercati obbligazionari, pur a fronte di andamenti che non potranno essere di certo quelli riscontrati nel 2012, i rischi di violente inversioni di tendenza dovrebbero comunque essere contenuti. Resta però il fatto che il rapporto rendimento/rischio sui mercati obbligazionari governativi si è notevolmente ridotto. La stessa situazione è riscontrabile sui mercati *corporate*, soprattutto sul segmento *investment grade*; le obbligazioni *high yield* sono cresciute anch'esse molto negli ultimi anni ma i rendimenti appaiono ancora interessanti, soprattutto se rapportati al rischio e considerando anche i processi di ristrutturazione avvenuti in molte aziende. I mercati azionari appaiono in generale non sopravvalutati rispetto ai fondamentali, anche nei casi in cui i prezzi sono vicini ai massimi; man mano che lo scenario tende auspicabilmente a normalizzarsi, è presumibile che i corsi azionari delle aree geografiche che hanno sofferto di più in questi anni, possano avere spazi di maggiore crescita, rispetto a quelli dei paesi core. Infine, lo scenario appare favorevole ad un proseguimento della crescita dei mercati dei paesi emergenti.

In sostanza si potrebbe sostenere che, dati gli impulsi delle politiche economiche, dato l'elevato livello di liquidità e le prospettive di crescita comunque positive anche se non certo esaltanti, ci sono spazi di ulteriore crescita dei mercati finanziari, soprattutto per le *asset class* a maggiore contenuto di rischio e per quelle che hanno sofferto di più negli ultimi anni, ma con un

livello medio di rendimenti attesi che risulterà più basso rispetto al 2012 e con una volatilità che, dopo la temporanea riduzione avvenuta a fine 2012, tendenzialmente riprenderà a crescere.

Le scelte di *asset allocation* devono essere quindi, in generale, accompagnate da un attento controllo del rischio e presumibilmente da connotazioni di gestione tattica più attiva rispetto agli anni passati proprio per sfruttare presumibili andamenti altalenanti.

Calando queste prerogative generali sulla gestione dei portafogli dei nostri clienti istituzionali, per quanto riguarda le tipologie di investitori che gestiscono a *mark to market*, diventa essenziale l'orizzonte temporale della gestione e l'attenzione verso la massima perdita annua sostenibile; ciò può consentire di identificare correttamente i limiti di scostamento dalla strategia di medio termine da applicare alla gestione tattica nel corso dell'anno. Sotto questo aspetto può risultare effettivamente opportuno sovrappesare le classi di attività più penalizzate dalla crisi, e tendenzialmente, accettare comunque una quantità di rischio mediamente più elevato, stante l'evoluzione dello scenario e dei mercati di cui sopra.

Per gli investitori che invece hanno una logica di gestione a *book value*, la situazione appare più complessa. Intanto nei casi in cui vi sono ancora delle differenze tra le valorizzazioni a bilancio, rispetto a quelle di mercato, occorre impostare sin da subito analisi quantitative per inquadrare probabilisticamente quali possano essere i tempi di recupero; ciò al fine di valutare correttamente il rischio-opportunità nel mantenere ancora tali disallineamenti con la conseguente maggiore rigidità gestionale. In sostanza anche per gli investitori con logica prevalentemente *book value*, dovrà progressivamente prevalere una logica di gestione a *market value*, indipendentemente dagli effettivi principi contabili che sono (e saranno) applicati. Sotto questo aspetto possono trovare maggiore applicazione i principi generali di *asset allocation* sopra citati, accompagnate da una opportuna diversificazione geografica e da politiche di *yield enhancement* sulle attività per le quali ciò risulti possibile, proprio per sfruttare la volatilità dei mercati, ovvero con la messa in atto di eventuali azioni di copertura per le attività strategiche o per quelle compatibili con gli obiettivi di medio-lungo termine per i quali occorra comunque mitigare il rischio nel breve termine.

Si conferma quindi la necessità di una gestione maggiormente attiva orientata verso logiche

guidate da un approccio di *asset & liability management* con l'adozione di strutture e modelli gestionali volti ad una maggiore organicità che possa consentire di agire con tempestività ed efficacia e da modelli di controllo del rischio innovativi che possano misurare correttamente i nuovi rischi dei mercati.

In sostanza le scelte di *asset allocation* devono essere accompagnate da processi organizzativi volti da un lato ad efficientare la gestione, dall'altro a valutare correttamente i fattori di rischio e consentire un maggior equilibrio tra gli stessi. In questo ambito, oltre a conseguire un

corretto equilibrio tra gli obiettivi strategici di medio-lungo termine (in ottica *asset & liability management*) e quelli tattici di breve (*risk allocation*) possono ritrovare spazio anche nuovi e più consapevoli approcci verso l'innovazione finanziaria, ovvero verso strumenti tipicamente orientati al lungo termine, orientati eventualmente a progetti e settori specifici come imprese e progetti coerenti con l'attuale fase del ciclo economico, piccole e medie imprese che hanno potenzialità di crescita e sviluppo, infrastrutture, temi ambientali, se coerenti con i propri vincoli di *risk budget* e liquidità.

contributi

Outlook 2013 per i titoli di Stato dell'eurozona

Olivier de Larouzière — Head of interest rates, Natixis AM

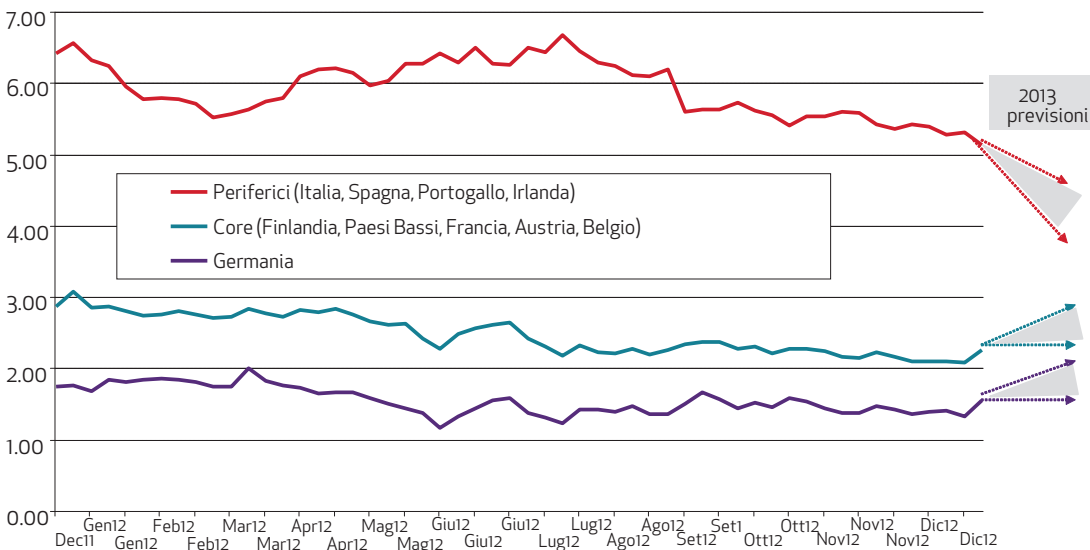
Il debito sovrano sembra essere in via di risanamento, grazie soprattutto all'allentamento della politica monetaria. Per i mercati obbligazionari, l'annuncio di acquisti illimitati di obbligazioni costituisce una notevole fonte di sicurezza in termini di liquidità. Il programma OMT punta di fatto ad eliminare il rischio di ridenominazione legato agli spread dei titoli di Stato periferici, che ha spinto gli investitori esteri a tagliare gli investimenti in Bonos e BTP. Nonostante la significativa ripresa registrata dopo l'agosto 2012, permane un disallineamento tra lo spread dei titoli di Stato italiani e spagnoli e i fondamentali, quantificabile nell'ordine dei 50-150 punti base. Per contro, i Bund e altri titoli di Stato di rating elevato continuano ad essere scambiati con un premio di qualità consistente a causa, in parte, dei flussi sostenuti provenienti da banche centrali estere. In base alle nostre stime, il valore corretto del rendimento dei decennali è pari a circa l'1,9%. Pertanto, l'ambito della convergenza dei rendimenti rimane rilevante nel 2013, poiché i mercati determineranno i prezzi in base al sostegno di liquidità previsto.

Il processo di risanamento, tuttavia, potrebbe essere ritardato dalla presenza di diversi rischi. La

Spagna, in particolare, deve ancora affrontare, sia a livello centrale sia a livello locale, una situazione fiscale molto problematica che acuisce le tensioni politiche interne. Inoltre, il rifinanziamento del debito sarà dell'importo inaudito di EUR 15 Mld al trimestre, mentre le passività potenziali del settore bancario potrebbero continuare a gravare sulle finanze pubbliche del paese. In particolare, la cosiddetta "bad bank" potrebbe rivelarsi di sottostimata considerazione che i prestiti in sofferenza sono già pari al doppio della SAREB (EUR 90 Mld). In Italia, il rischio sul breve termine è legato alle elezioni di febbraio. Mario Monti probabilmente farà parte di una coalizione di centro, che i mercati obbligazionari guarderebbero con favore. I titoli di Stato spagnoli rimangono quindi più volatili rispetto ai BTP italiani. A sua volta, crediamo che l'Europa ribadirà il proprio appoggio al Portogallo e all'Irlanda, due paesi che puntano a ritrovare l'accesso ai mercati. La nostra posizione sui mercati obbligazionari periferici varia da neutrale a moderatamente lunga.

Nonostante le valutazioni poco interessanti e i minori rischi di coda, potrebbe passare del tempo prima che si esaurisca la tendenza flight-to-quality di cui beneficiano attualmente i debiti sovrani AAA-AA. Lo scenario recessivo che molto probabilmente prevarrà per tutto il secondo trimestre 2013 e il previsto tagli dei tassi (-25 punti base, forse in marzo) fissano un tetto ai

Figura 1: Rendimenti dei titoli di Stato dell'eurozona



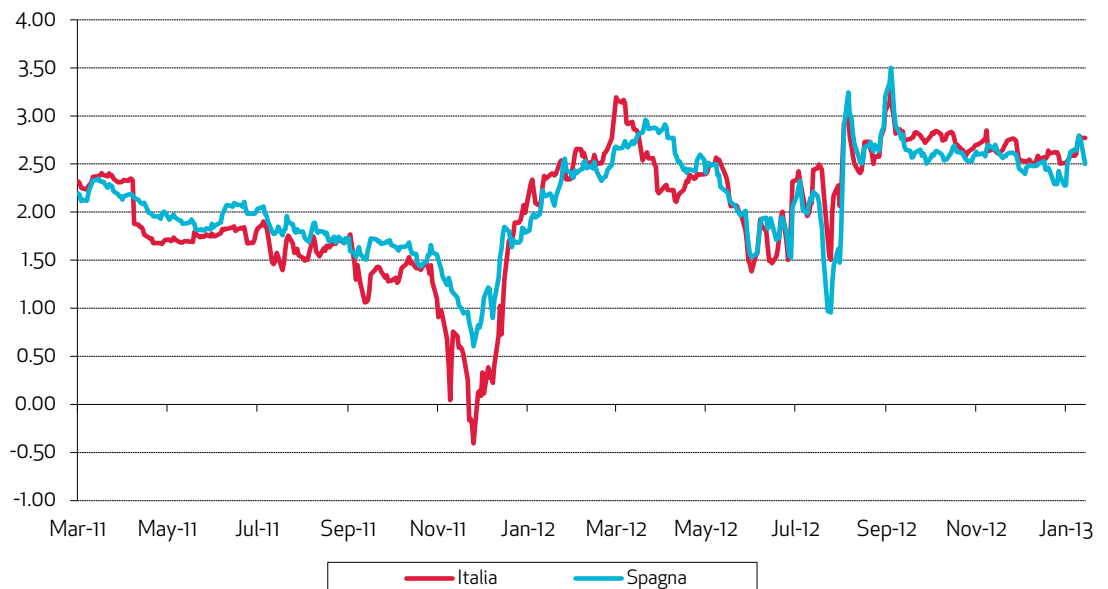
Fonte: Bloomberg, Natixis AM.

rendimenti privi di rischio. Quest'anno, tuttavia, rileviamo poco valore negli OAT francesi o nei DSL olandesi (entrambi con differenziali entro i 5 punti base), poiché il consolidamento fiscale si rivelerà difficoltoso per entrambi i Paesi. I titoli di Stato austriaci e belgi, al contrario, offrono un rapporto rischi-utili più interessante.

Pertanto, in termini di strategie, la gestione della duration globale potrebbe ritornare ad essere una priorità, contrariamente a quanto è successo negli ultimi quattro anni, in cui l'argomento principale è

stato lo spread tra i diversi Paesi. Nondimeno, le strategie sulla curva dei tassi potrebbero offrire anch'esse buone opportunità, poiché le operazioni OMT condotte dalla BCE riguardano solo i titoli di Stato con scadenze a breve, mentre le esigenze di finanziamento dovranno riguardare, a un certo punto, anche scadenze più lunghe. Di recente, ad esempio, la curva dello spread per la Spagna e l'Italia si è stabilizzata, ma è prevedibile un aumento della volatilità, se i rischi già menzionati dovessero materializzarsi.

Figura 2: Differenziali di rendimento 2-10 anni



Fonte: Bloomberg, Natixis AM.

contributi

Riflessioni per il 2013 sul mercato del credito

George Muzinich — Chairman and CEO,
Muzinich & Co.

Ersilia Molnar — Director of Institutional
Marketing, Muzinich & Co.

Abbiamo lasciato indietro un 2012 con più domande che risposte. L'anno scorso i tassi di interesse hanno raggiunto e mantenuto i minimi storici. Resta da chiederci se tali tassi di interesse possono rimanere così bassi ancora per molto tempo senza destabilizzare il mercato e senza causare una nuova *credit bubble*.

Riforme fiscali e gestione del budget in modo disciplinato restano obiettivi lontani. Illusioni, quasi. Il processo politico si concentra solo sul breve termine, su aggiustamenti e correzioni temporanee.

Sembra mancare il coraggio politico per affrontare questi insostenibili livelli di indebitamento. Il recente accordo legislativo per evitare il *fiscal cliff* negli Stati Uniti sottolinea proprio questo problema. Negli Stati Uniti sono state alzate le tasse per i ricchi, a pensarci bene è stata forse la decisione più facile da prendere per i politici americani. Purtroppo questa decisione può avere solo conseguenze limitate sulla riduzione dell'indebitamento pubblico nazionale.

Il vero problema, quello dei sussidi e delle indennità, non è stato affrontato. L'opinione pubblica americana è stata veloce a criticare i governi europei per la loro impossibilità ad affrontare gli esistenti problemi strutturali, ma ora il governo Americano è sulla buona strada per fare lo stesso errore.

Le prospettive a breve termine negli Stati Uniti stanno migliorando. Il valore del real estate residenziale si è stabilizzato e sta iniziando a salire. I risparmi dei consumatori sono in aumento e l'incertezza collegata al *fiscal cliff* non esiste più. Le società hanno in gran parte rifinanziato il loro debito a breve termine e hanno accumulato tanto cash.

Le prospettive a lungo termine, invece, restano un punto di domanda. E' ancora da affrontare in modo strutturale il problema dell'aumento del debito pubblico. A meno che non sviluppiamo volontà politica per affrontare il nostro squilibrio

strutturale, i nostri obblighi a lungo termine diventeranno un peso morto per le nostre prospettive economiche.

Le prospettive a breve termine per l'Europa restano incerte. I paesi periferici stanno soffrendo per l'alto tasso di disoccupazione e l'incertezza sulle prospettive di crescita. L'Italia dovrà affrontare le elezioni politiche nei prossimi mesi e il risultato è piuttosto incerto, Spagna e Irlanda continuano a combattere contro le conseguenze della crisi bancaria. La Francia sta aspettando che accada qualcosa, con la loro mente socialista devono ancora fare i conti con la realtà post-industriale delle moderne società economiche.

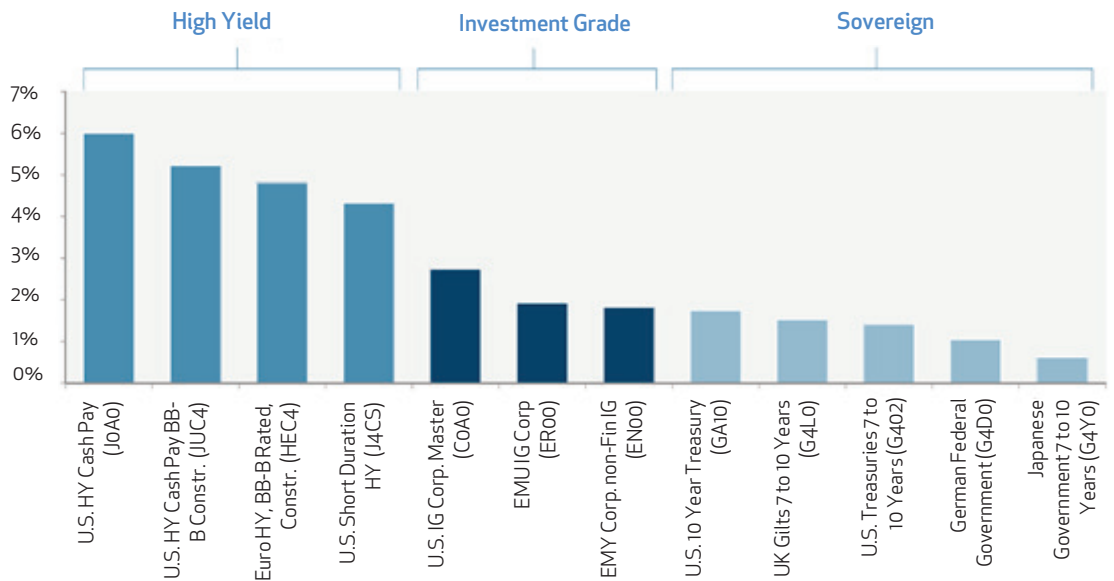
Con l'eccezione della Francia, tuttavia, le prospettive a lungo termine per l'Europa sembrano abbastanza positive. I Paesi periferici sono in difficoltà, ma stanno lottando e stanno diventando gradualmente più competitivi.

Ci sono due rischi grossi presenti nell'economia - l'inflazione e la stagnazione. L'inflazione non sembra essere un pericolo imminente per il momento, ma non si può ignorare il potenziale rischio. Stiamo stampando banconote in modo aggressivo e i prezzi delle commodities sono aumentati negli ultimi anni. Una volta che l'output gap, cioè la differenza tra prodotto interno lordo effettivo e quello potenziale, inizia a restringersi un poco, i tassi di interesse potrebbero essere spinti verso l'alto dai mercati finanziari, preoccupati dalla possibilità di svalutazione delle valute. L'altro grande problema è la stagnazione dell'economia, simile a quella sofferta dal Giappone. Paesi sviluppati, demograficamente maturi, hanno evidenti problemi a stimolare la crescita. Potremmo dover affrontare un periodo prolungato di crescita molto scarsa.

Nessuno di questi rischi può essere ignorato. L'inflazione potrebbe essere disastrosa per i titoli di Stato. La stagnazione potrebbe invece creare una situazione difficile per l'equity. L'high yield può essere considerate una via di mezzo, dal quale ci si può aspettare un rendimento in entrambi questi scenari, grazie alle sue caratteristiche fondamentali: cedola alta e breve durata.

Mentre spread e rendimenti si contraggono, corporate high yield rimangono - anche ai livelli attuali - una delle poche fonti di reddito: il mercato

Figura 1: Rendimenti dei titoli di Stato dell'eurozona



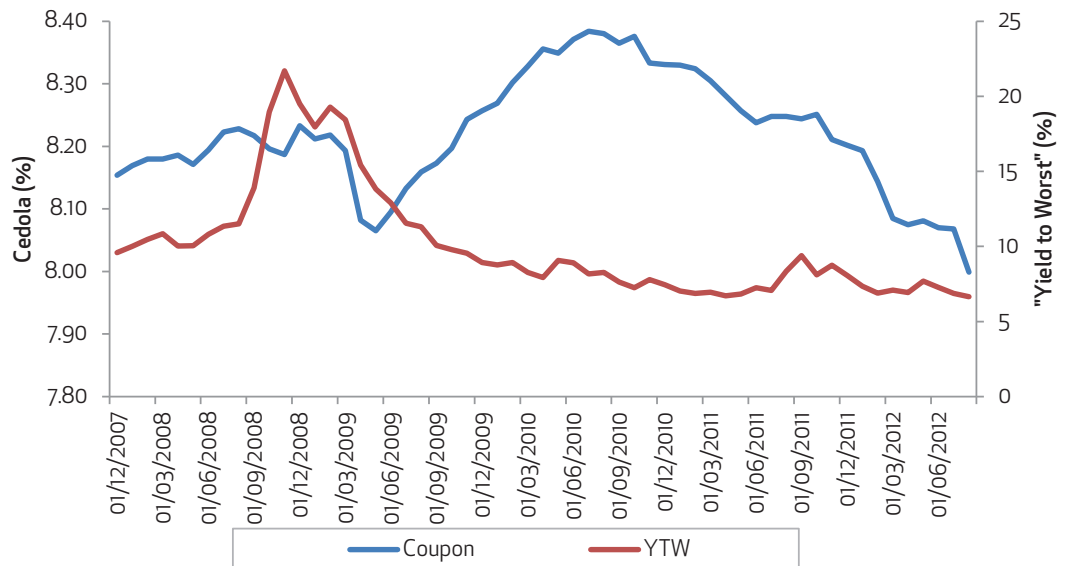
Fonte: Indici BofAML. Tutte le cifre sono "yield to worst". Al 31 dicembre 2012.

degli high yield europei offre rendimenti vicini al 6% e quello statunitense al 5%.

Dal punto di vista della cedola, le cose non sono cambiate in misura significativa negli ultimi mesi. Come evidenziato dal grafico seguente, a partire dal 2008 la cedola media per il mercato USA degli high yield in generale è stata compresa tra l'8,4% e l'8%.

In qualità di investitori nel mercato high yield, non ribadiremo mai abbastanza l'importanza della cedola. La remunerazione delle obbligazioni high yield dipende da due componenti: la generazione di reddito e la rivalutazione del capitale. Le obbligazioni high yield generano un flusso continuo di reddito derivante dall'obbligo contrattuale di corrispondere la cedola pattuita, presupponendo che non si verifichino inadempimenti. Nel tempo, il rendimento di

Figura 2: BofA ML US High Yield Cash Pay (JOA0) Cedola ponderata al valore nominale e YTW 2008 al 31 agosto 2012



questa categoria deriva prevalentemente da questa componente reddituale. Solamente un evento di ristrutturazione o una dichiarazione di fallimento possono far cessare l'obbligo di pagare la cedola pattuita e restituire il capitale a scadenza. Riteniamo di trovarci attualmente in una fase di "coupon clipping". Gli investitori di lungo termine dovrebbero essere remunerati con cedole interessanti.

Gli investitori a volte sperano di sfruttare l'andamento dei mercati per migliorare i propri rendimenti ma, a nostro parere, questa non è una strategia di investimento efficace. L'interesse composto si ottiene meglio tramite un impegno a lungo termine in una classe d'investimento che offra una cedola elevata.

Gli effetti della cedola elevata creano un sostanziale allineamento tra questa asset class e gli interessi dell'investitore a lungo termine. Nello scenario attuale riteniamo che i risultati migliori per gli obbligazionisti si ottengano investendo in fondi focalizzati sulla gestione sia del rischio di duration che del rischio di credito, mediante l'acquisto di titoli high yield di alta qualità con un profilo di duration più breve rispetto al mercato. Prevediamo di assistere a una correzione, che ad un certo punto si verificherà - sebbene sia difficile prevedere il momento in cui si concretizzerà e le sue dimensioni. Riteniamo che ogni inversione al ribasso rappresenti una interessante opportunità di acquisto per l'investitore a lungo termine, dati i solidi fondamentali di questa asset class, la sua cedola consistente e regolare nel tempo e la circoscritta possibilità di un'insolvenza nel breve periodo.

Siamo convinti che molti problemi relativi alla crisi del debito sovrano, che hanno allarmato il mercato

nella prima metà del 2012, siano stati spazzati via. Generalmente abbiamo osservato disponibilità da parte dei key players in Europa a mantenere l'integrità della zona Euro. Discorsi e azioni forti della BCE e l'ultimo aiuto per la Grecia appoggiano questa opinione. Tuttavia, ci aspettiamo che la crescita in Europa rimanga abbastanza debole. Nonostante alcune turbolenze di natura economica, le società nell'ultimo triennio si sono diligentemente concentrate sul rafforzamento dei propri bilanci dopo la correzione del 2008-2009. Ciò significa riduzione aggressiva del debito, prolungamento delle scadenze e aumento della liquidità. I managers delle società continueranno ad essere prudenti nei loro investimenti e progetti di espansione. Questo porta ad un ulteriore incremento del cash flow - fattore negativo per gli investitori in equities, magari, ma positivo per chi investe in fixed income.

In complesso, una crescita economica limitata tende a stimolare risultati interessanti per gli investitori in high yield. Inoltre una crescita economica modesta limita la possibilità di condurre attività equity-friendly, un altro lato positivo per il fixed income. Inoltre, nonostante il contesto di crescita debole, prevediamo un tasso di default benigno del 2% annuo per il 2013 e 2014, visto che il rischio di rifinanziamento è basso e le basi delle società sono solide.

Insomma, crediamo che il 2013 sarà un anno con crescita modesta. Se così sarà, sia equity che high yield dovrebbero poter dare risultati soddisfacenti, ma dal punto di vista del rischio-rendimento, su base risk-adjusted, corporate credit rimane la classe d'investimento al momento forse più interessante.

contributi

US Equity Outlook 2013

**Alberto Salato — Managing Director, Italy
Institutional Business, BlackRock**
**Steven Rust — Vice President, EMEA
Institutional Business, BlackRock**

Rispetto agli anni precedenti, siamo più ottimisti sulle prospettive di medio-lungo termine per i mercati azionari statunitensi. Gli USA, infatti, hanno ormai raggiunto una fase avanzata nel processo di *deleveraging* che ha coinvolto consumatori e settore finanziario (pur non avendo ancora avviato l'inevitabile processo di riduzione del debito pubblico); i bilanci degli istituti finanziari statunitensi appaiono solidi; il settore manifatturiero è in fase di crescita e il mercato immobiliare ha iniziato una fase di ripresa, alimentando la fiducia dei consumatori e le spese. Le società USA, caratterizzate, da un punto di vista quantitativo, dalle migliori metriche contabili a livello mondiale, beneficiano di margini di profitto elevati. Gli utili aziendali, espressi come percentuale del PIL, hanno toccato un nuovo livello record dalla fine della seconda guerra mondiale, attestandosi all'11% nel 2012.

Ciò nonostante, il rischio di una fase di stagnazione per l'economia americana non è stato completamente scongiurato e rimane principalmente legato ad uno scenario in cui le scelte di politica monetaria non riescono a stimolare ulteriormente la crescita e a mantenere livelli di debito sostenibili. Il nuovo anno si è aperto con l'accordo tra Congresso e Casa Bianca, un'intesa parziale volta a rimandare i rischi più immediati del tanto discusso "baratro fiscale" (*fiscal cliff*) costituito da aumenti delle tasse e tagli alla spesa pianificati. Rispetto all'assenza di accordo e alla conseguente *enpasse*, il raggiungimento di una soluzione in *extremis* è stato senz'altro un aspetto positivo per i mercati, ma la sua portata limitata e la necessità di ulteriori negoziati si tradurranno prevedibilmente in un incremento della volatilità.

Azionario USA: le prospettive in ottica di Asset Allocation

Pur essendo ottimisti sull'economia e sui titoli azionari statunitensi nel lungo termine, in un'ottica di breve periodo crediamo che gli investitori debbano considerare la possibilità di sovrappesare altre aree dei mercati azionari

globali, in virtù delle incertezze sulla situazione fiscale ma anche alla luce delle valutazioni rispetto ad altre classi di attivo.

Come illustrato nella figura 1, le valutazioni delle società USA sono piuttosto care rispetto a quelle di altri mercati. Negli ultimi cinque anni, i mercati USA hanno beneficiato dei problemi dell'Europa, della stagnazione del Giappone e della generale avversione al rischio; per questo motivo, le azioni statunitensi hanno sovraperformato quelle internazionali e le valutazioni si sono mosse al rialzo.

Nell'immediato, vediamo maggiori opportunità su mercati azionari di altri Paesi sviluppati, ad esempio l'Europa del Nord. In un'ottica di lungo termine, il nostro tema d'investimento preferito restano le economie emergenti. In particolare, continuiamo a identificare opportunità interessanti nel settore dei consumi interni in Brasile e in Cina, tra i titoli ciclici dei mercati dell'Asia settentrionale e nei settori bancario e industriale in Messico. Pur con i loro problemi, queste zone presentano valutazioni più interessanti e le stime di crescita lasciano meno spazio al rischio di possibili delusioni.

Inoltre, consigliamo cautela sui titoli *small cap* e sul settore dei consumi statunitensi che, tipicamente, evidenziano un andamento relativamente debole nei periodi in cui la crescita resta inferiore al trend di lungo periodo.

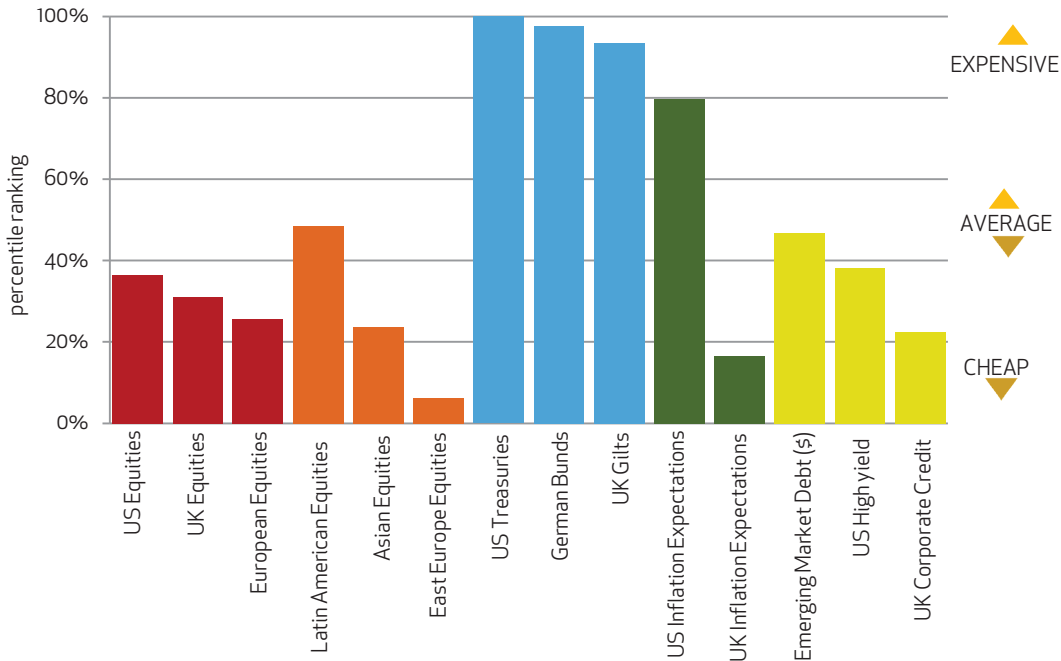
Azionario USA: i temi d'investimento da prediligere oggi

Dato l'attuale contesto, dove sono le opportunità per gli investitori di lungo termine e per i portafogli ad alta diversificazione che mantengono una posizione strategica sull'azionario USA?

Titoli USA large e mega cap

Innanzitutto, tenderemmo a concentrarci sui titoli *large* e *mega cap*. Siamo convinti che la crescita mondiale (inclusa quella dei mercati emergenti) sarà più sostenuta rispetto a quella statunitense e, di conseguenza, le società con maggiore esposizione all'economia globale dovrebbero sovraperformare. Questo suggerisce un incremento dell'allocazione ai titoli a più alta capitalizzazione, generalmente meno sensibili all'andamento della crescita economica interna.

Figura 1: Past history... may be history (valuations of Asset Classes vs. Historic Norm)

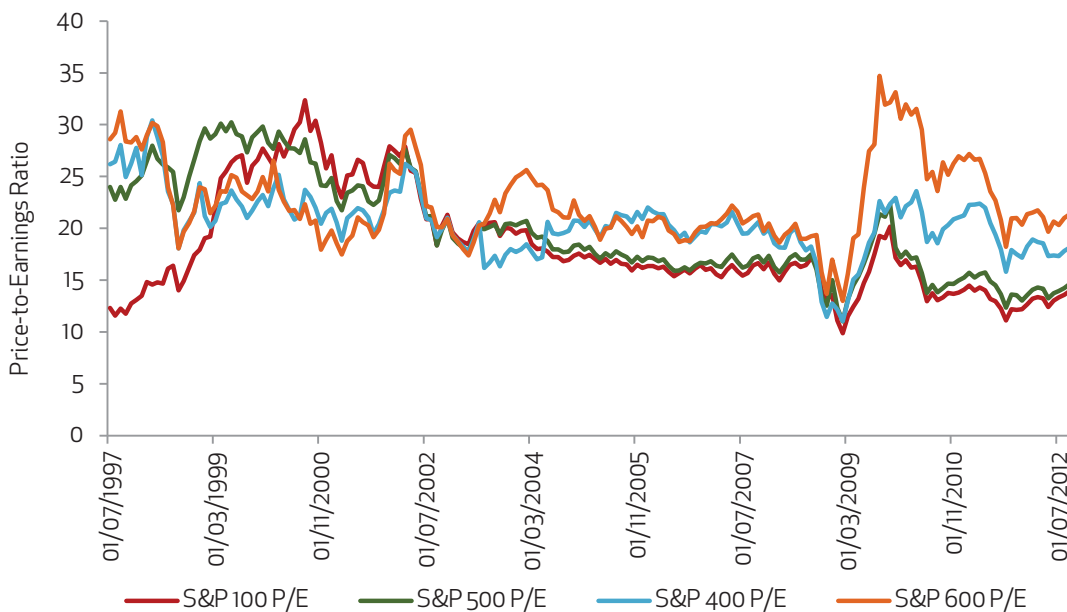


Fonte: Rielaborazione BlackRock su dati Thomson Reuters, Bloomberg. Dati aggiornati a Novembre 2012.
 Nota al grafico: Le serie storiche utilizzate variano da 7 a 30 anni. I rendimenti di UK Gilts e German Bund sono stati considerati in termini reali. Le valutazioni dei mercati azionari sono state realizzate considerando dati medi di dividend yield, book values e price earnings ratios. Le aspettative di inflazione sono state calcolate sulla base dei tassi di break-even a 10 anni, ossia sulla differenza tra Treasuries/Gilts e TIPS/Linkers sulle medesime scadenze.

Pur avendo sovraperformato altre aree del mercato nel 2012, le valutazioni delle *mega cap* USA sono rimaste piuttosto basse (si veda il grafico seguente) e continuano a mostrare un RoE superiore a quello di altri stili di investimento.

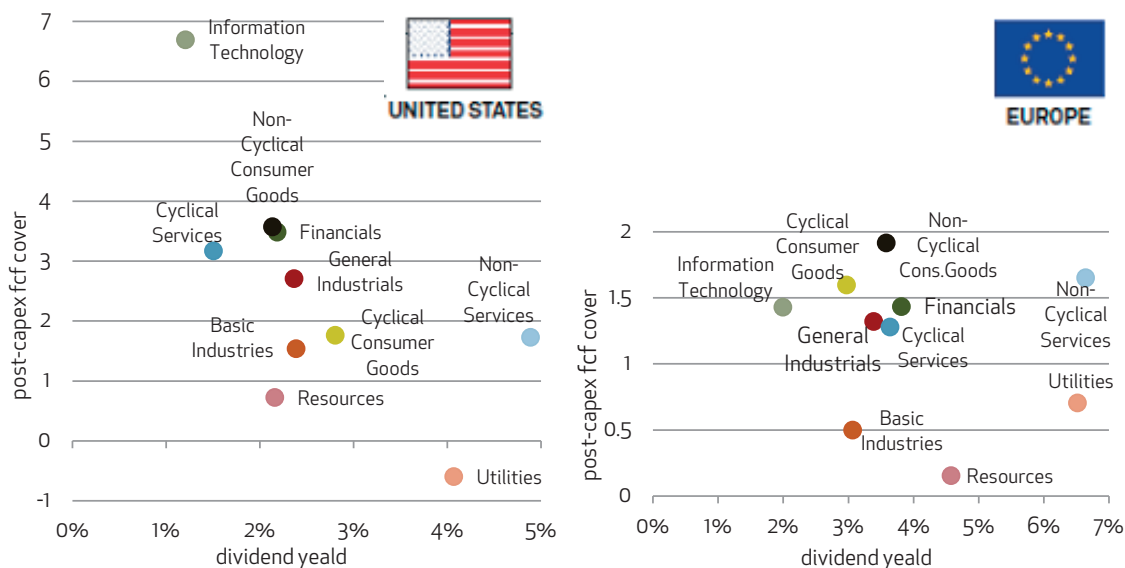
Le *mega cap* rappresentano inoltre un'opportunità interessante in termini difensivi. Data l'esposizione ai mercati internazionali in maggior espansione, queste aziende sono risultate storicamente meno sensibili alle variazioni della

Figura 2: Valuations by market cap 1997 to present



Fonte: Rielaborazione BlackRock su dati Thomson Reuters, Bloomberg. Dati aggiornati a fine Ottobre 2012.

Figura 3: Diving for dividend cover (US and European dividend coverage and yields, October 2012)



Fonte: Rielaborazione BlackRock su dati Société Générale, Thomson Reuters, MSCI. Dati aggiornati a fine Ottobre 2012.

crescita interna degli Stati Uniti. Per gli investitori preoccupati dal fiscal cliff o dal rischio di altri shock in grado di rallentare la crescita, le mega cap appaiono meno vulnerabili di altre aree di mercato, in modo particolare delle *mid cap* e *small cap*.

Titoli che pagano dividendi

Gli investitori sono sempre alla ricerca di rendimenti e di fonti di reddito stabile sui mercati finanziari. Per fare un esempio, le obbligazioni *high yield* emesse in USA hanno riportato performance estremamente positive negli ultimi anni. Un andamento, questo, difficilmente destinato a perdurare. Per chi cerca una fonte di reddito periodico stabile e sostenuta, crediamo che i titoli azionari USA *high dividend* siano oggi un'opportunità alquanto attraente, in quanto in grado di sovraperformare in entrambe le fasi di mercato direzionale, sia al rialzo che al ribasso. La crescita dei dividendi - un prezioso indicatore dei rendimenti azionari futuri - negli ultimi 40 anni ha apportato il contributo singolo principale ai rendimenti nominali in tutti i mercati sviluppati.

Nel selezionare i titoli *high dividend*, è opportuno analizzare la qualità dei modelli aziendali e la sostenibilità della crescita futura di utili/dividendi, piuttosto che solo il semplice *yield*. Flussi di cassa liberi, crescita dei dividendi, payout ratio, stati patrimoniali solidi, crescita di utili ed entrate e potenziale di incremento dei dividendi sono tutti indicatori molto più attendibili e promettenti. Uno dei metodi di valutazione consiste nell'analizzare il flusso di cassa di un'azienda al netto delle spese

in conto capitale, come illustrato di seguito. Ad esempio, il rapporto di distribuzione dei dividendi è superiore negli Stati Uniti rispetto all'Europa e solo i dividendi dei settori USA delle risorse e delle utility sembrano sotto pressione (Fig. 3).

Inoltre, con i payout ratio vicini ai minimi storici e bilanci in salute, le società hanno ampi margini per incrementare ulteriormente i dividendi futuri da staccare (Fig. 4).

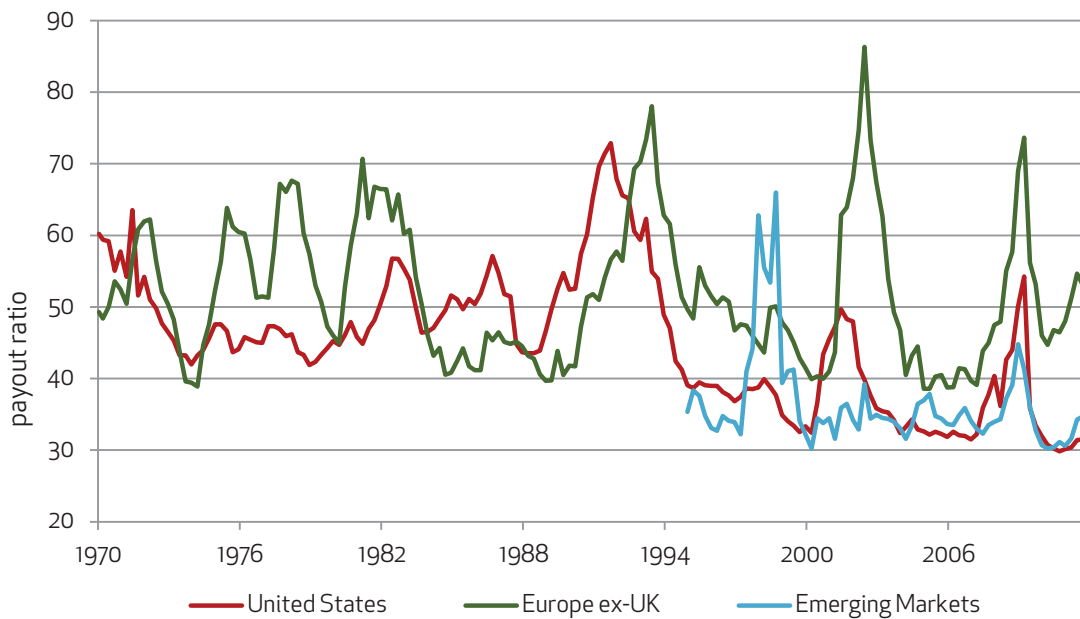
Quali ostacoli potrebbero interrompere la crescita dei dividendi? Non esiste un elemento catalizzatore evidente, fatta salva l'eventualità di un'improvvisa (quanto improbabile) accelerazione della crescita economica mondiale, che determinerebbe la sottoperformance dei titoli *high dividend* di buona qualità e di contro una massiccia ripresa dei titoli *growth* e più ciclici.

Conclusioni

Alla luce di una situazione parzialmente risolta (o meglio, in parte prorogata) per quanto riguarda il *fiscal cliff* negli Stati Uniti, crediamo che oggi si possano trovare opportunità più interessanti, in modo particolare su alcuni mercati sviluppati ed emergenti che presentano prospettive di crescita solide, un livello di indebitamento inferiore e meno problemi nel settore bancario.

L'incognita è sempre rappresentata dalla politica monetaria, soprattutto da parte della Federal Reserve USA, che ha guidato le altre banche centrali mondiali in un ciclo di stimoli

Figura 4: When lower is better (payout ratios in selected Regions, 1970-2012)



Fonte: Rielaborazione BlackRock su dati Société Générale.. Dati aggiornati a fine Ottobre 2012.

monetari senza precedenti volti a far ripartire la crescita. Tuttavia, se il rischio fiscale svanirà e se riprenderanno gli investimenti aziendali, la Fed potrebbe iniziare a valutare l'uscita da una politica monetaria espansiva, forse anche entro la fine del 2013.

Un'inversione di tendenza della banca centrale americana potrebbe innescare una svolta nell'atteggiamento degli investitori verso gli attivi più rischiosi, in modo particolare i titoli azionari. In tale scenario, le società di buona qualità e i titoli che pagano dividendi andrebbero a sottoperformare i titoli *growth* e assisteremmo a una forte ripresa delle *small cap* e dei titoli legati ai consumi USA. Siamo convinti che le società *mega cap* offrirebbero buone performance anche

in questo contesto, unitamente ai settori più ciclici quali la tecnologia e le risorse.

Gli investitori devono continuare a monitorare i rischi negativi che potrebbero trascinare il ciclo economico in una nuova recessione. Crediamo però che le possibilità di uno scenario recessivo siano comunque più contenute, poiché si sono attenuati i rischi di una dissoluzione dell'Eurozona e il *momentum* della crescita in Cina sembra prossimo a una stabilizzazione. I principali fattori di rischio saranno rappresentati dalla politica statunitense ed europea e, possibilmente, da quella mediorientale. In uno scenario di questo tipo, sarebbero i "soliti sospetti" (Treasury USA, Bund tedeschi e Yen giapponese, insieme a credito *investment grade*) a sovraperformare.

contributi

Paesi emergenti a una svolta?

Mark Boulton — Senior Manager, Pictet Asset Management – Emerging Equities
Stephen Burrows — Senior Manager, Pictet Asset Management – Emerging Equities

Non è passato molto tempo da quando i mercati emergenti sembravano destinati a schiantarsi.

La crescita economica in Cina era scesa ad un tasso inferiore all'8%, il Brasile era obbligato a tagliare i tassi per frenare un rallentamento pericoloso e l'India cresceva ai livelli più bassi degli ultimi nove anni. Il terzo trimestre del 2012 non sembrava il miglior momento per investire in azioni dei paesi emergenti.

Dopo così pochi mesi, il quadro è migliorato di molto. La situazione economica nelle economie emergenti sta migliorando notevolmente, a conferma della nostra opinione che il minimo del ciclo economico è stato toccato nel secondo trimestre dell'anno. Da tempo gli indicatori del nostro sistema proprietario indicano che la Cina sta beneficiando di una ripresa sostenuta dell'economia: il settore costruzioni è migliorato negli ultimi cinque mesi mentre la produzione industriale, le vendite al dettaglio e il credito al consumo stanno mostrando segnali di momentum favorevole.

L'Indonesia e le Filippine beneficeranno della forte crescita economica vista nel 2012. Anche il Brasile promette bene, dopo due trimestri consecutivi di crescita positiva e grazie ad una combinazione di stimoli fiscali ed economici i cui effetti si faranno sentire nel corso dell'anno.

Questi livelli di crescita sono la corretta rappresentazione di una forza di fuoco fiscale e monetaria in grado di compensare gli effetti del rallentamento nella domanda da parte delle economie sviluppate.

Un ulteriore rafforzamento di questa visione positiva è dato dai livelli di liquidità generati dalle politiche espansive degli Stati Uniti, del Giappone e dei paesi dell'eurozona.

Il programma di acquisto di titoli obbligazionari da parte della FED sembra impostato per accrescere

il bilancio della Banca centrale di un ammontare pari al 6% del PIL nel 2013; la Banca Centrale del Giappone sperimenterà un incremento del 9% del PIL.

E' verosimile che uno scenario di questo tipo debba accadere anche nell'Eurozona, la cui Banca Centrale ha spazi di stimolo monetario ancora disponibili.

Anche a seguito di questi positivi sviluppi sia a livello locale che internazionale, ci aspettiamo che i paesi emergenti crescano a livelli superiori rispetto a quelli visti nel 2012. In particolare, le economie emergenti potranno contribuire al 75% della crescita mondiale, grazie ad una espansione del 5.5%.

Ma il miglioramento macroeconomico non può che accompagnarsi ad un miglioramento sul fronte delle aziende. Nel corso del 2012, le previsioni di crescita degli utili aziendali si sono compresse, quale diretta conseguenza del mancato recovery della Cina e il rischio di recessione nell'Eurozona. La crescita degli utili nel 2012 è stimata al di sotto del 5%. Eppure vi è motivo di credere che questa fase di compressione delle stime di crescita degli utili sia terminata.

Il recupero graduale nell'attività manifatturiera ha impatti significativi per le azioni dei paesi emergenti in quanto prefigura un miglioramento nella crescita degli utili nel mondo sviluppato.

Oltremodo positivo è il commento dei dirigenti delle aziende che sembrano più rassicurati rispetto a qualche mese fa e pronti a beneficiare dei programmi di ristrutturazione messi in opera negli ultimi tempi.

Stando ai nostri calcoli, la crescita degli utili aziendali dovrebbe migliorare decisamente nel 2013 – una crescita economica attesa del 5% si tradurrebbe in un tasso di crescita degli utili a doppia cifra – ben al di sopra di quanto ci si possa aspettare nei paesi sviluppati.

Il rimbalzo negli utili dovrebbe sostenere anche la crescita dei dividendi – altro fattore distintivo rispetto alle economie sviluppate. Nell'ultimo decennio, la dinamica di distribuzione degli utili aziendali nei paesi emergenti è cresciuta ad un tasso doppio rispetto alle rispettive controparti nei paesi sviluppati. E questo trend sembra debba

continuare ancora, dal momento che i livelli di distribuzione dei dividendi si sono attestati al 28%, ben al di sotto del 35% riferibile alle economie sviluppate.

In aggiunta, titoli ad elevata capacità di distribuzione dei dividendi vanno ricercati in uno spettro settoriale molto ampio, se riferito ai paesi sviluppati. Le aziende del settore tecnologico, ad esempio, sono ben rappresentate così come il settore energetico, in parte grazie anche all'ampia disponibilità di risorse naturali di molti paesi sviluppati. Un livello del 5% rende già attraenti i dividendi.

Gli sviluppi attesi, sia a livello macro che micro, delle economie in via di sviluppo ci rendono ottimisti sulle prospettive dei mercati azionari nel 2013, in particolare dal momento che le valutazioni dell'asset class è ben al di sotto di qualsiasi parametro di misurazione. Un indice di forward price-earnings stimato a 11 e il p/b a circa 1,6 relativo ad azioni emergenti le qualifica come a sconto rispetto a controparti dei paesi sviluppati ma anche rispetto ai parametri storici.

E' indubbio che permane il livello di rischio finora visto. I risultati delle negoziazioni relative al budget USA rimangono incerti perché le decisioni difficili relative alla spesa pubblica sono state rinviate; parimenti, l'Eurozona ancora non può considerare chiusa la crisi del debito sovrano.

Inoltre, il rischio politico ancora incombe su molti paesi – dall'India al Brasile alla Cina, la direzione tracciata per le riforme politiche ed economiche non può esser valutata come definitiva.

In considerazione di quanto detto, le opportunità di investimento non dovrebbero mancare nei mercati dei paesi emergenti. Il miglior profilo di rischio, misurato in termini di ridotta volatilità, associato ad un livello più alto di distribuzione degli utili, e forse una tendenza da parte delle aziende a più alta qualità a remunerare maggiormente gli azionisti, possono significare che una strategia focalizzata sulle rendite può considerarsi il corretto approccio al panorama dei paesi emergenti.

prometeia advisor sim

via g. marconi 43, 40122 bologna, italia
tel. +39 051 648 0911 — fax +39 051 220 753
info@prometeiaadvisor.it
www.prometeiaadvisor.it