



Financial Repression:
implicazioni sulla crisi
del debito in Europa e
prospettive dei mercati
azionari

Neil Dwane
12 Dicembre 2012

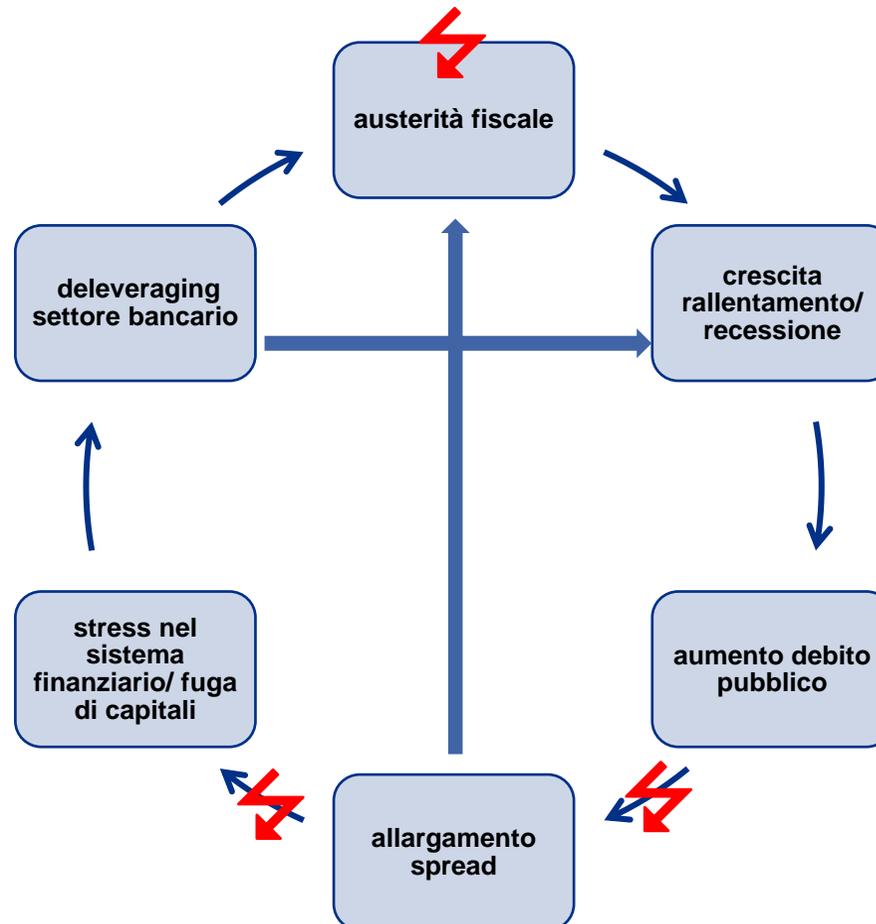
Allianz 
Global Investors

1



1. **Crisi in Europa**
2. Financial Repression
3. Prospettive dei mercati azionari

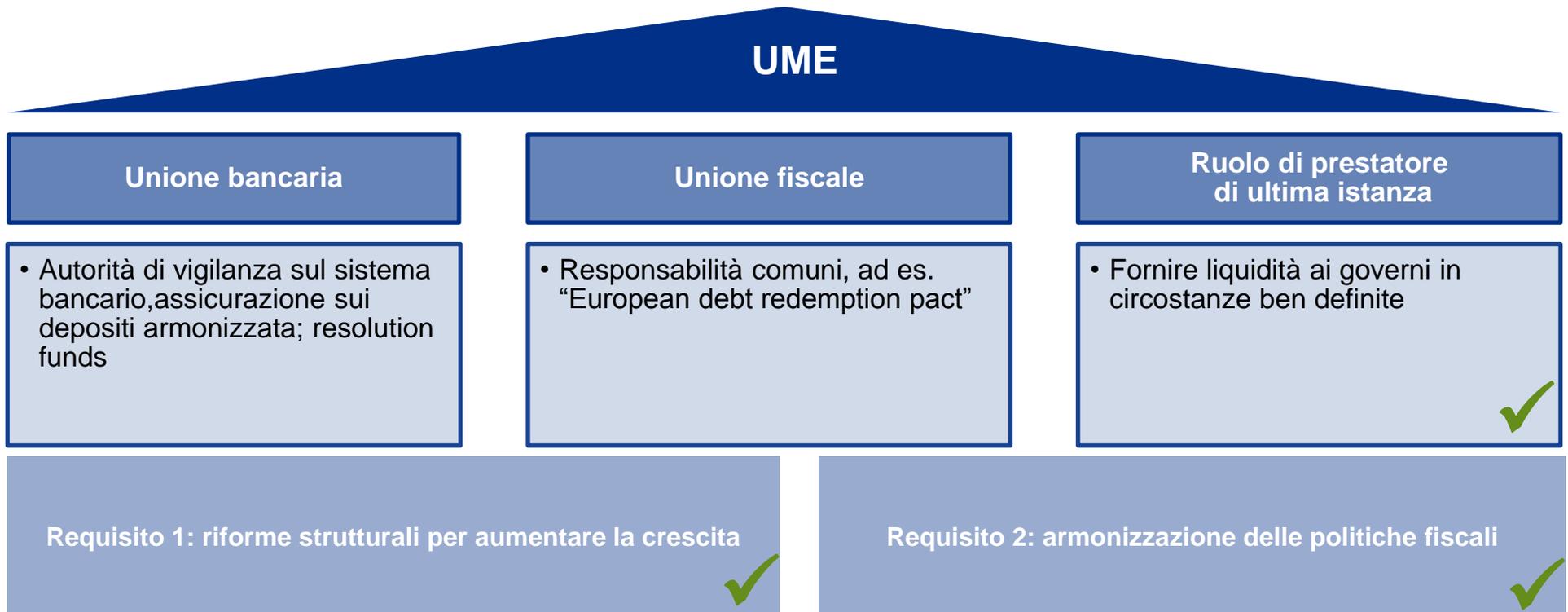
Interrompere il circolo vizioso nell'area Euro...



Fonte: Allianz Global Investors, 2012

Come interrompere il circolo vizioso? A) riducendo l'effetto contagio del rischio sovrano verso le banche B) riducendo gli spread dei titoli governativi C) rendendo meno stringente l'austerità fiscale.

...con la creazione di nuove istituzioni e riforme nell'UME



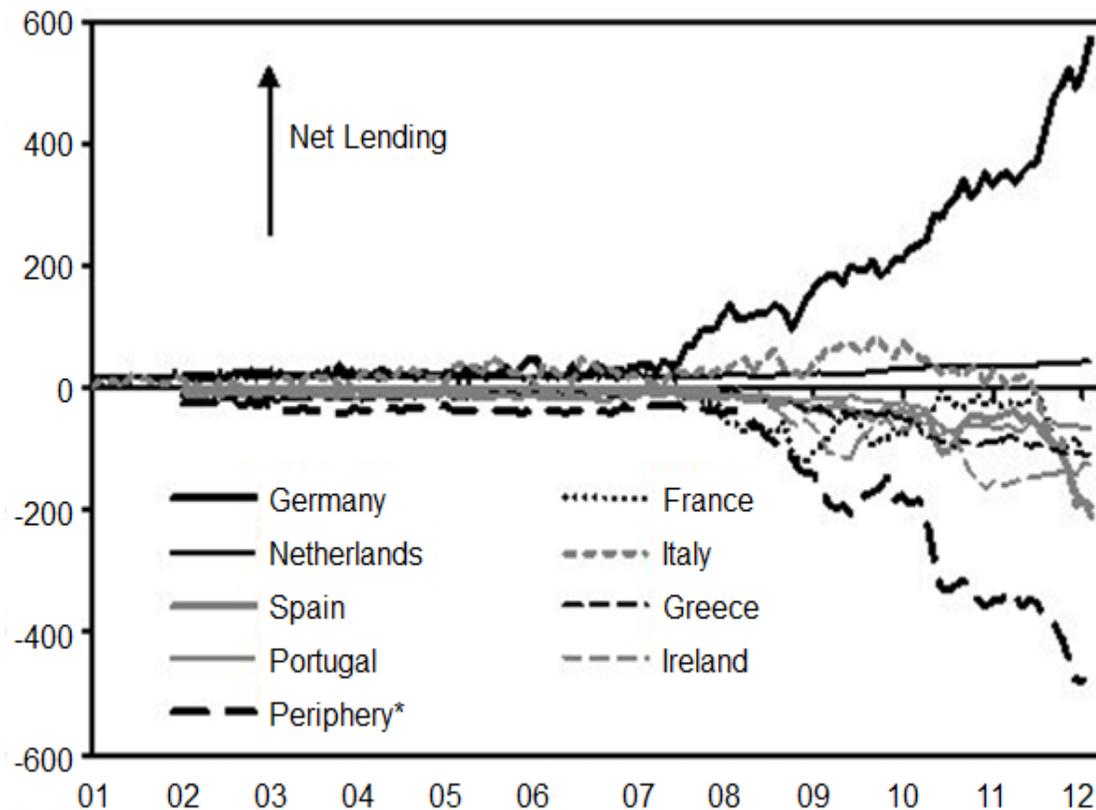
Fonte: Allianz Global Investors, 2012



Sono già stati compiuti diversi passi nella giusta direzione.

Target 2 – la generosità della Germania

Aumenteranno gli squilibri nel sistema Target 2 (in mld. di Eur)



- La Spagna sta ricevendo prestiti per €500 mld.
- I finanziamenti al sistema bancario italiano sono stabili intorno a €250 mld.
- In caso di “fallimento” dell’Euro, la Germania non vedrebbe restituiti tutti i finanziamenti
- Forse, “ciò che davvero conta” è difendere l’Euro, non finanziare la Spagna...

Fonte: Haver Analytics. *Paesi periferici: Grecia, Irlanda, Portogallo, Spagna.

Nonostante le dimissioni e le numerose discussioni, la Bundesbank sostiene molto il progetto UE.

Area Euro: Finanza pubblica e crescita economica

Previsioni FMI 2013

| | Debito/GDP (%) | Budget deficit (%) | Saldo Primario (%) |
|---|----------------|--------------------|--------------------|
| Germania  | 81.5 | -0.4 | 1.3 |
| Francia  | 92.1 | -3.5 | -1.1 |
| Italia  | 127.8 | -1.8 | -3.6 |
| Spagna  | 96.9 | -5.7 | -2.2 |

Saldo primario necessario per stabilizzare il rapporto debito/Pil ipotizzando costo del debito del 5% e crescita economica pari a:

| Media Pre-recessione | 0% nominale | -3% nominale |
|----------------------|-------------|--------------|
| 2.1 | 4.1 | 6.5 |
| 1.0 | 4.6 | 8.3 |
| 1.7 | 6.4 | 11.5 |
| -2.2 | 4.8 | 8.7 |

Scenario ottimistico \longleftrightarrow Scenario pessimistico

Fonte: Fondo Monetario Internazionale, Novembre 2012



I governi devono mantenere un equilibrio tenendo sotto controllo spesa ed entrate fiscali e ricercando la crescita.

Italia: le misure di Monti contro l'evasione fiscale

GrassrootsSM Research ci aiuta a valutare l'attrattività del mercato azionario italiano

In futuro il mercato azionario italiano potrebbe offrire opportunità di investimento interessanti se l'economia si risolleverà ed i problemi fiscali si ridimensioneranno.

Nell'ambito di uno studio GrassrootsSM, abbiamo chiesto a 30 piccoli e medi imprenditori italiani se ritengono efficace la lotta all'evasione del governo Monti.



Mutato atteggiamento delle Piccole e Medie Imprese italiane verso l'evasione fiscale

“La maggior parte dei piccoli e medi imprenditori italiani intervistati giudica negativamente le ultime iniziative del governo contro l'evasione fiscale e la corruzione. Per molti si tratta di misure inefficaci, che colpiscono la base e non il vertice della piramide; inoltre, sarebbe meglio concentrarsi sulle grandi aziende piuttosto che sulle PMI.”

Investment Decisions  Reality Checked

GrassrootsSM Research è una divisione di Allianz Global Investors che commissiona ricerche per professionisti del risparmio gestito. I dati di ricerca utilizzati per i rapporti GrassrootsSM Research provengono da ricercatori e analisti sul campo che lavorano come fornitori di ricerca terzi, indipendenti e vengono pagati attraverso le commissioni generate dalle operazioni eseguite per conto dei clienti.

L'Italia ha ancora molta strada da fare nella lotta all'evasione fiscale. La credibilità del governo è fondamentale. Per ridare lustro al mercato azionario italiano servirà il giusto equilibrio fra misure coercitive e interventi a favore della crescita.

Spagna: clima di fiducia e spesa al consumo

Obiettivo: monitorare i mutamenti del sentiment dei consumatori ed i trend della spesa al consumo in Spagna alla luce della recente crisi del debito dell'eurozona.

Fonte: interviste a 364 consumatori spagnoli condotte da ricercatori in loco.

“La percezione dell’economia spagnola è molto negativa e molti consumatori vedono peggiorare la propria situazione finanziaria ... è evidente la tendenza a spendere meno, soprattutto in cene al ristorante, divertimenti, viaggi e vacanze.”

Please rate your current impression of the economy in your country:

| | |
|-----------------------------|-----|
| Improving significantly | 0% |
| Improving somewhat | 3% |
| Stable | 6% |
| Deteriorating somewhat | 17% |
| Deteriorating significantly | 74% |

Please rate your current household financial situation:

| | |
|-----------------------------|-----|
| Improving significantly | 0% |
| Improving somewhat | 3% |
| Stable | 36% |
| Deteriorating somewhat | 42% |
| Deteriorating significantly | 19% |

Do you have any concern that your employment status might change negatively (e.g., layoff, pay cut, etc.) in the next 6 months?

| | |
|-------------------------|-----|
| Significantly concerned | 47% |
| Somewhat concerned | 42% |
| Not at all concerned | 12% |

Have you changed your overall level of household spending (on clothes, electronics, home improvement, etc.) vs. last month?

| | |
|----------------------------------|-----|
| Increased spending significantly | 7% |
| Increased spending slightly | 12% |
| No change | 36% |
| Decreased spending slightly | 26% |
| Decreased spending significantly | 19% |

If you plan to reduce household spending in the next 6 months, in which areas are you likely to cut back? (Choose top 2)

| | |
|------------------------------------|-----|
| Restaurants/ Dining | 18% |
| Entertainment | 17% |
| Travel/Vacation | 15% |
| Clothing | 12% |
| New Automobile | 12% |
| Home Improvement | 7% |
| Will not reduce household spending | 6% |
| Books/Music/ Videos | 4% |
| Electronics/ Computers | 4% |
| Telecom Services | 3% |
| Groceries | 2% |

If you plan to increase household spending in the next 6 months, in which areas are you likely to spend more? (Choose top 2)

| | |
|--------------------------------------|-----|
| Will not increase household spending | 40% |
| Groceries | 17% |
| Clothing | 9% |
| Travel/Vacation | 8% |
| Home Improvement | 8% |
| Electronics/ Computers | 4% |
| Books/Music/ Videos | 4% |
| Entertainment | 4% |
| Restaurants/ Dining | 3% |
| New Automobile | 2% |
| Telecom Services | 1% |

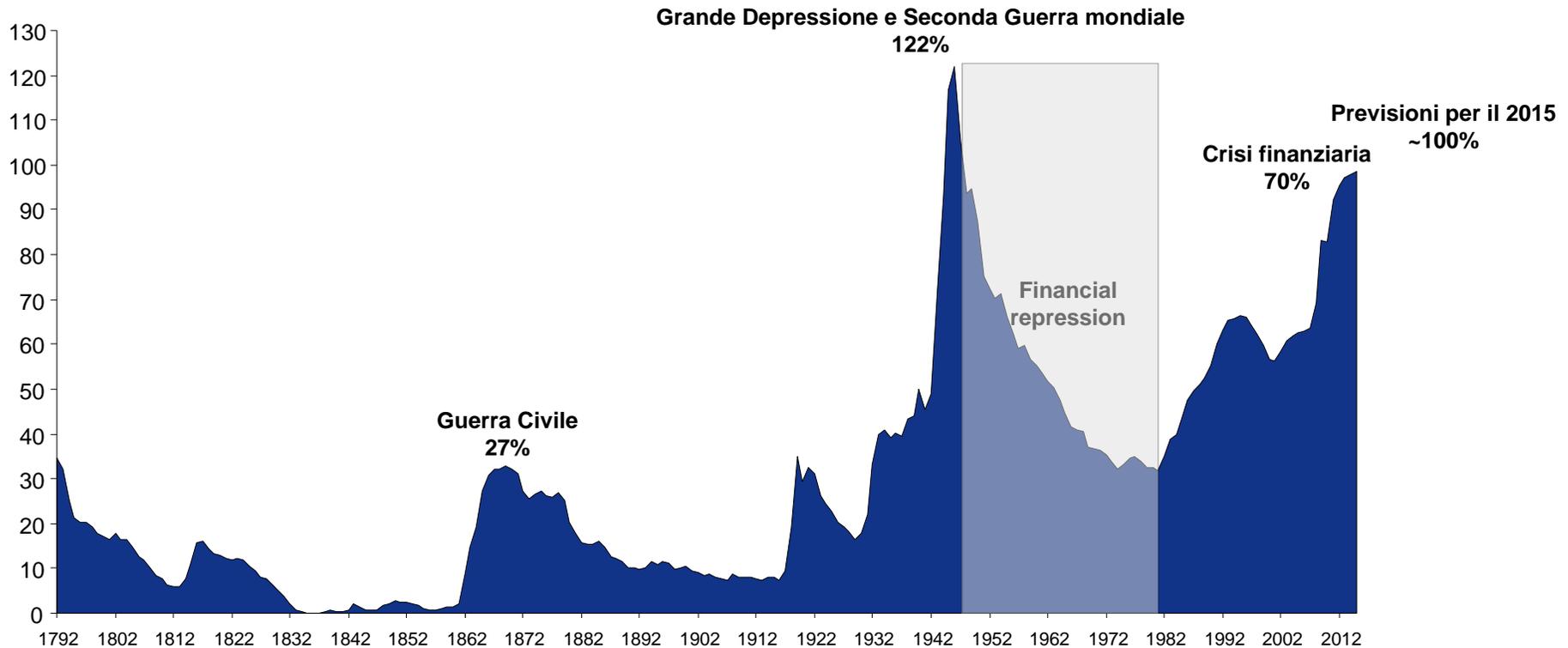
2



1. Crisi in Europa
2. **Financial Repression**
3. Prospettive dei mercati azionari

Financial Repression: quali insegnamenti dalla storia?

L'indebitamento del governo federale Usa dal 1792 in % del Pil



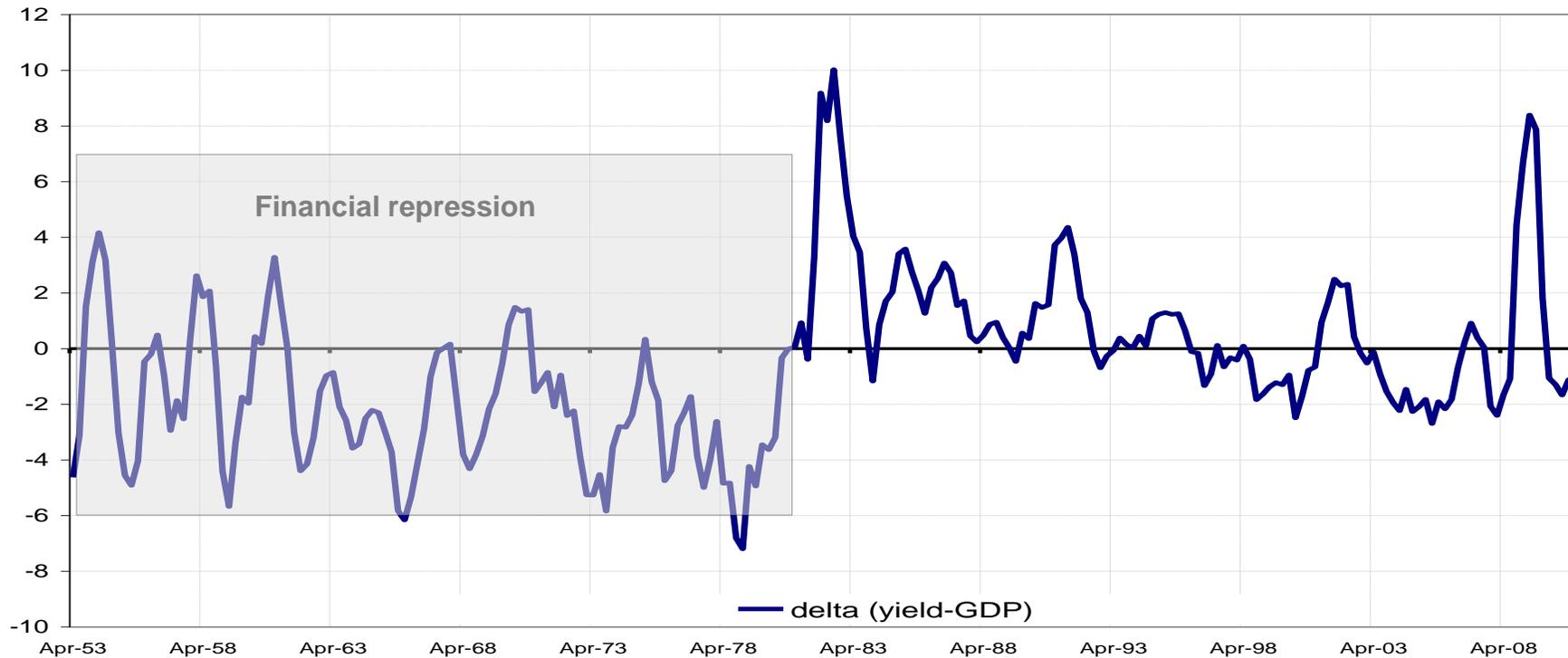
Fonte: Congressional Budget Office, Allianz Global Investors Global Capital Markets & Thematic Research. I rendimenti passati non sono indicativi di quelli futuri.



Abbiamo già vissuto questa situazione negli Usa ed in UK, ma solo dopo le guerre.

Financial Repression: tassi mantenuti artificialmente bassi

USA: Differenziale tra rendimenti obbligazionari a 10 anni e crescita del Pil (dati % nominali)



Fonte: Datastream; Allianz Global Investors Economics & Strategy Ottobre 2012. I rendimenti passati non sono indicativi di quelli futuri.

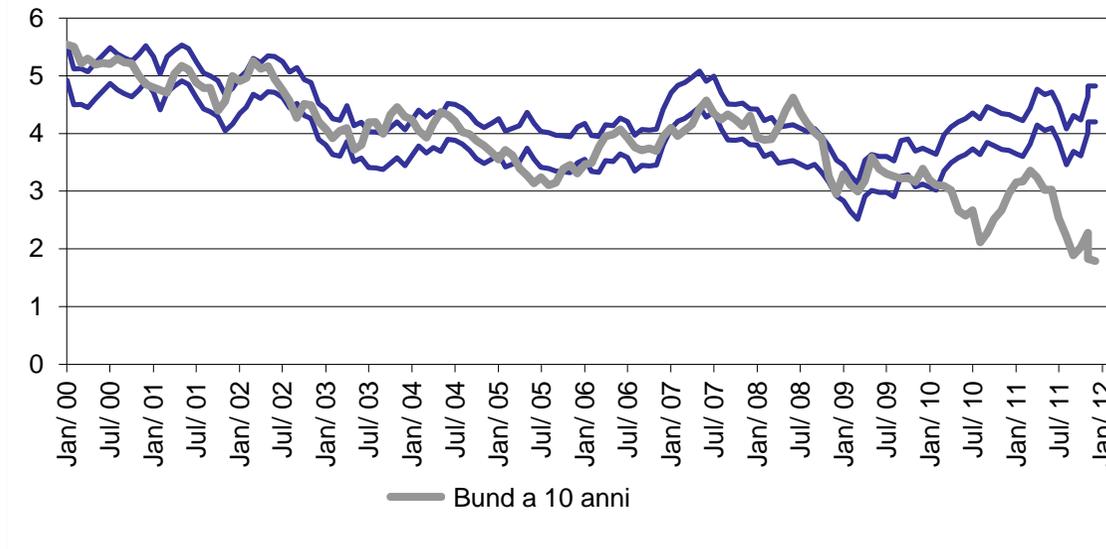


La volatilità dei rendimenti riflette l'andamento di inflazione, politica e crescita economica.
Quale crescita e quali interventi politici ci riserva il futuro?

Financial Repression in azione: tassi a lungo termine

Il peso di politica e sicurezza sui rendimenti attesi

Modello AllianzGI del tasso di equilibrio –
Titolo governativo tedesco decennale



Il tasso di equilibrio del Bund decennale (linee blu) varia in funzione dei fondamentali economici

Il nostro modello di equilibrio si basa su:

- la componente mercato del lavoro negli indicatori di fiducia dei consumatori americani e tedeschi
- dinamiche di finanziamento
- prezzi al consumo esclusi energia e alimentari

La differenza fra il tasso effettivo e il livello di equilibrio è percepibile come il premio al rischio pagato dagli investitori per la sicurezza dei loro investimenti.

Fonte: AllianzGI, Febbraio 2012. I rendimenti simulati non sono indicativi di quelli futuri

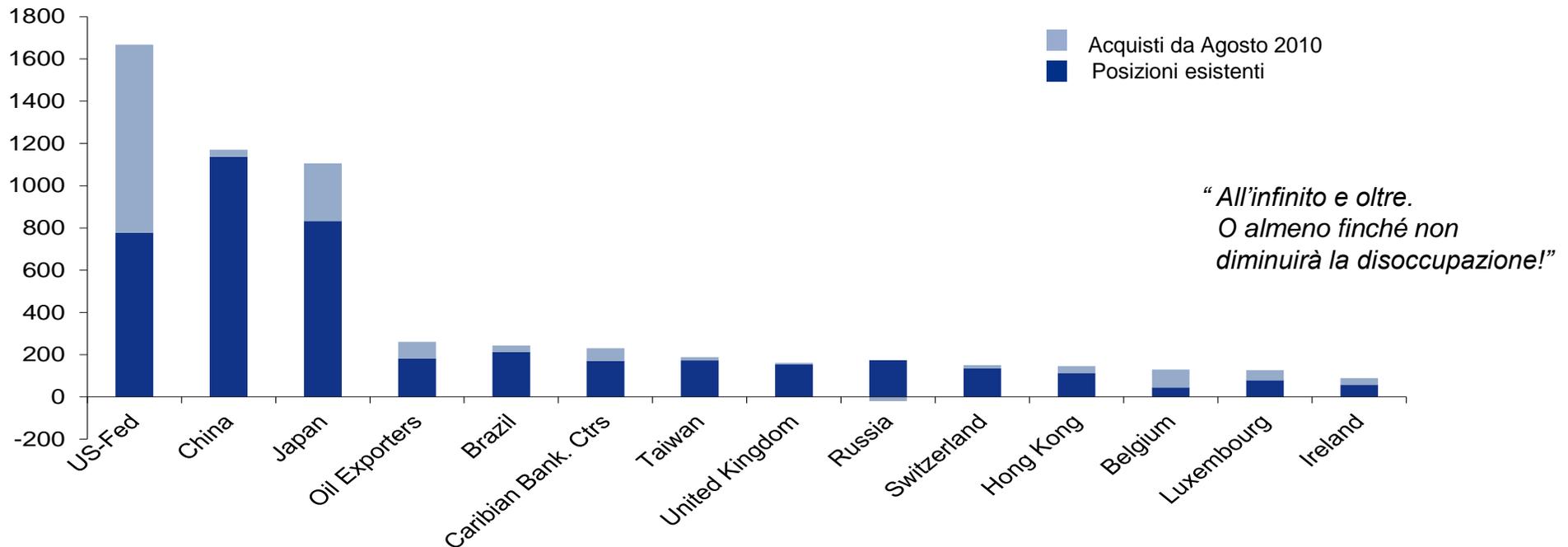
I modelli del tasso di equilibrio indicano un tasso “normale” del 4%-4,5% per il Bund decennale e del 3,5% per i Treasury USA.

Financial Repression: come funziona...

La Fed è il maggiore finanziatore del proprio Paese...la Bce ne seguirà l'esempio?

Le "misure non convenzionali" ("QE" = "Quantitative Easing") sono uno strumento sempre più utilizzato per finanziare i governi e mantenere bassi i rendimenti.

Treasury USA detenuti dalla Fed e altri maggiori creditori esteri (dati in miliardi di USD)



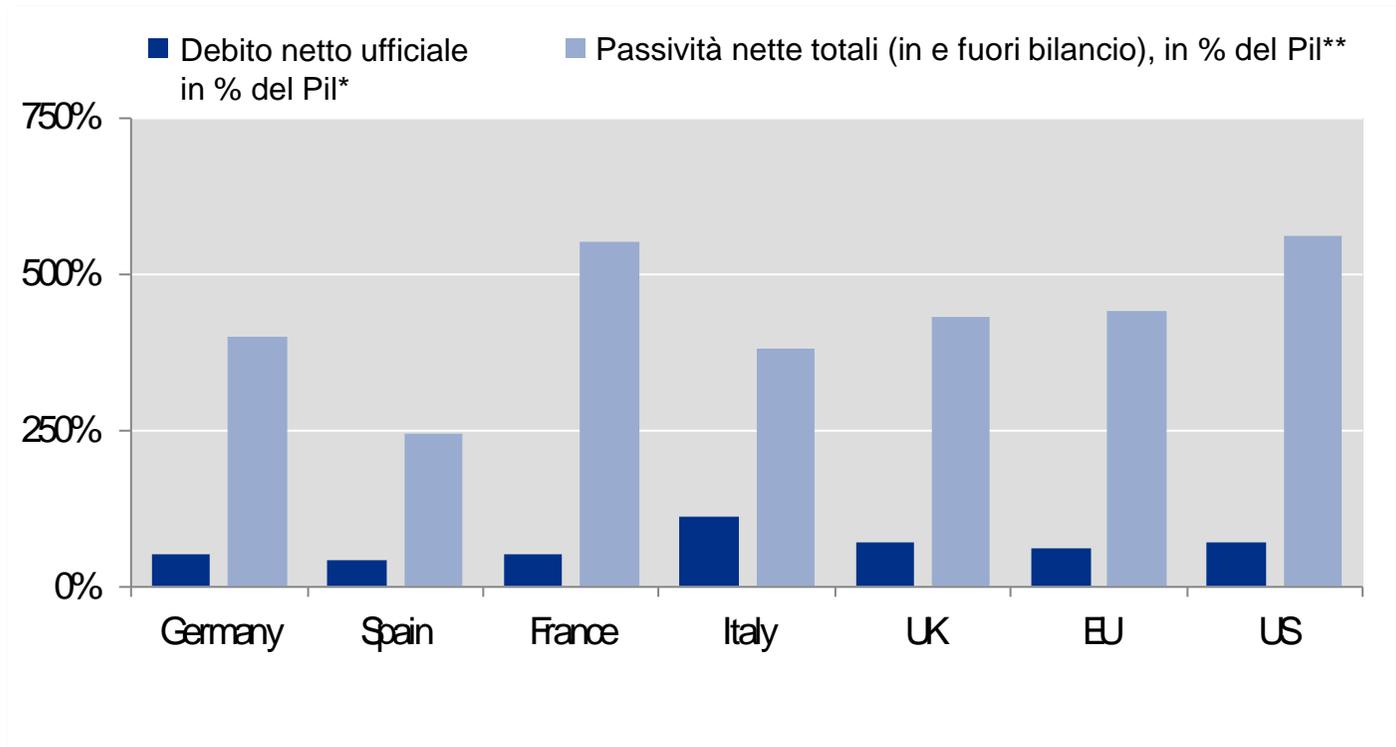
Fonte: Federal Reserve; US Treasury Department; Allianz Global Investors Global Capital Markets & Thematic Research; Luglio 2012.



I QE3 e QE4 si sono trasformati in "QEinfinito", poichè la (dis)occupazione conta più dell'inflazione. Siamo stati avvertiti ...

Financial Repression: perché proprio ora?

Crisi del sistema bancario, welfare, promesse sulle pensioni, ...porteranno ad insolvenze dei governi?



Fonte: Gokhale, SG Cross Asset Research. *Proiezioni OCSE 2010. **Stime 2005 su squilibrio fiscale totale.

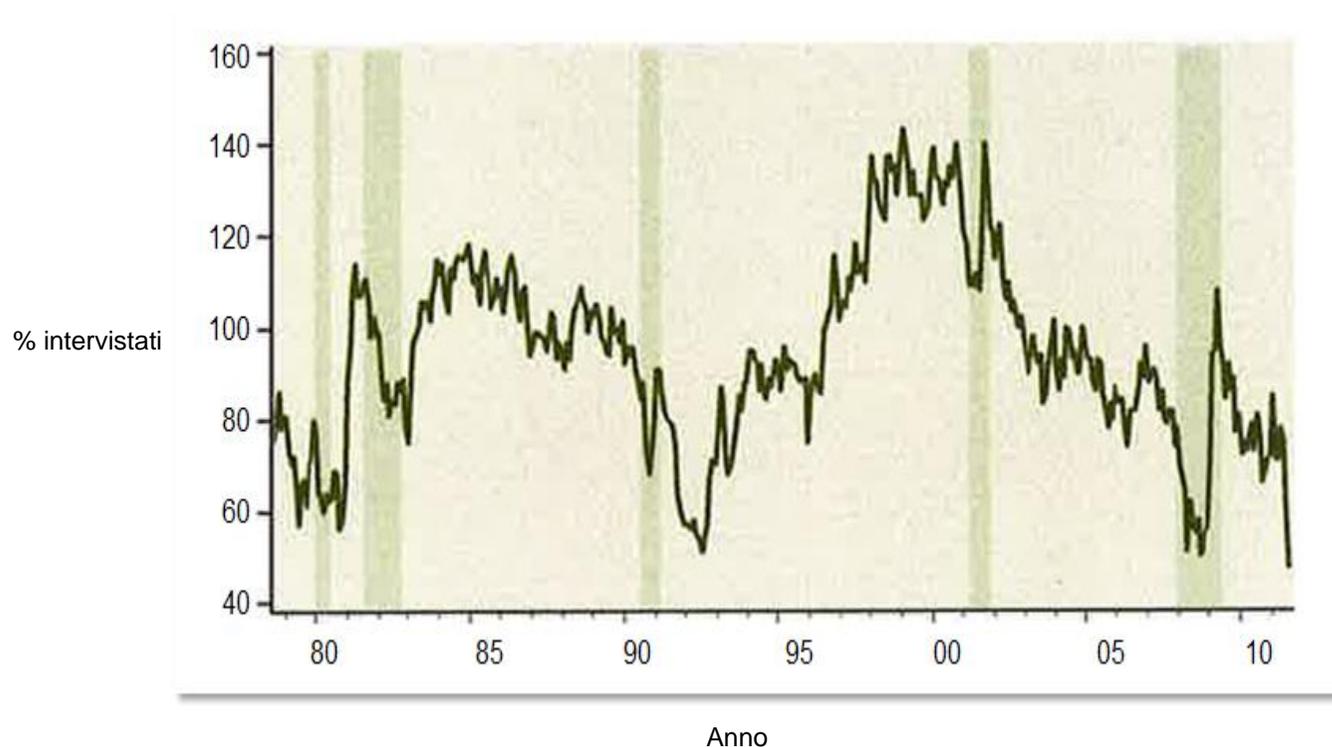
- I timori sul rischio di credito sovrano sono drammaticamente aumentati
- L'UE e gli altri Paesi sono soggetti alle stesse pressioni
- Le maggiori economie si trovano tutte di fronte a una sfida generazionale, ma le soluzioni saranno notevolmente diverse
- I politici risolveranno il problema con una ristrutturazione o faranno aumentare l'inflazione?



Financial Repression: di chi possiamo fidarci?

Crollata la fiducia nella politica del governo statunitense

Stati Uniti: opinione dei consumatori sulla politica economica del governo



Le aree ombreggiate indicano i periodi di recessione negli Stati Uniti. Fonte: Haver Analytics, Gluskin Sheff, Gennaio 2012



Come nel resto del mondo, la credibilità dei politici è crollata. Le elezioni e la politica rimarranno fattori chiave.

Financial Repression: quale austerità, dobbiamo sostenere i consumi ...

Il debito pubblico negli Usa è fuori controllo e ricorda il Giappone negli anni della crisi...

Debito pubblico federale: debito pubblico complessivo



- Debito/Pil: 100%
- Budget deficit: 8%
- Tetto al debito nel Q4
- Elezioni nel Q4
- Fiscal cliff ...

“ Ci sono voluti 200 anni agli Stati Uniti per prendere a prestito 1000 mld. e solo 283 giorni per spendere 16.000 mld.!”

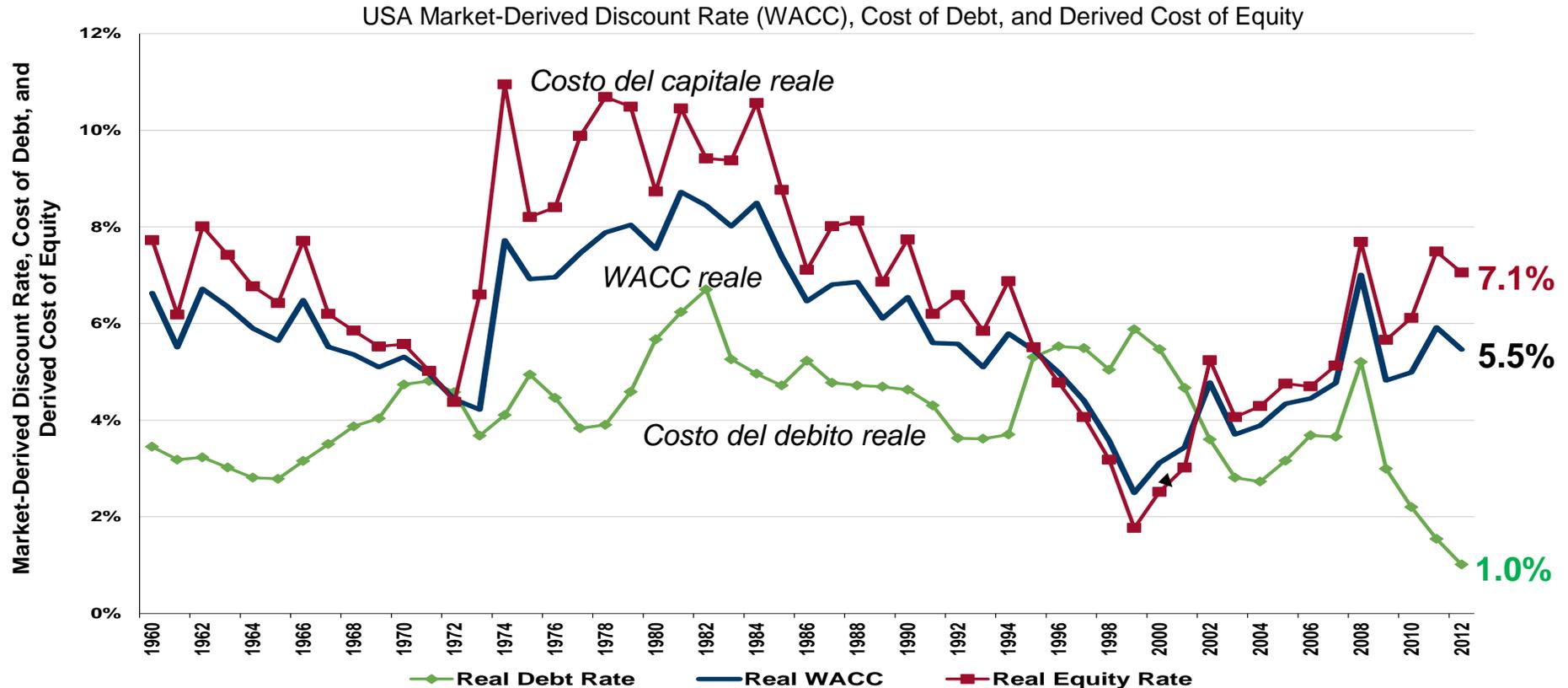
Fonte: Dipartimento del Tesoro degli Stati Uniti, Financial Management Service/FRED.



Nonostante i timori della scorsa estate sul tetto del debito, gli Stati Uniti stanno spendendo oltre mille miliardi di dollari all'anno.

Financial Repression : siamo in presenza di una bolla...

Notevole divergenza negli Usa tra costo del capitale e costo del debito...



*Derived Cost of Equity: $WACC = (\%D)(Kd) + (1-\%D)(Ke)$. Leverage and Kd known; so solve for Ke

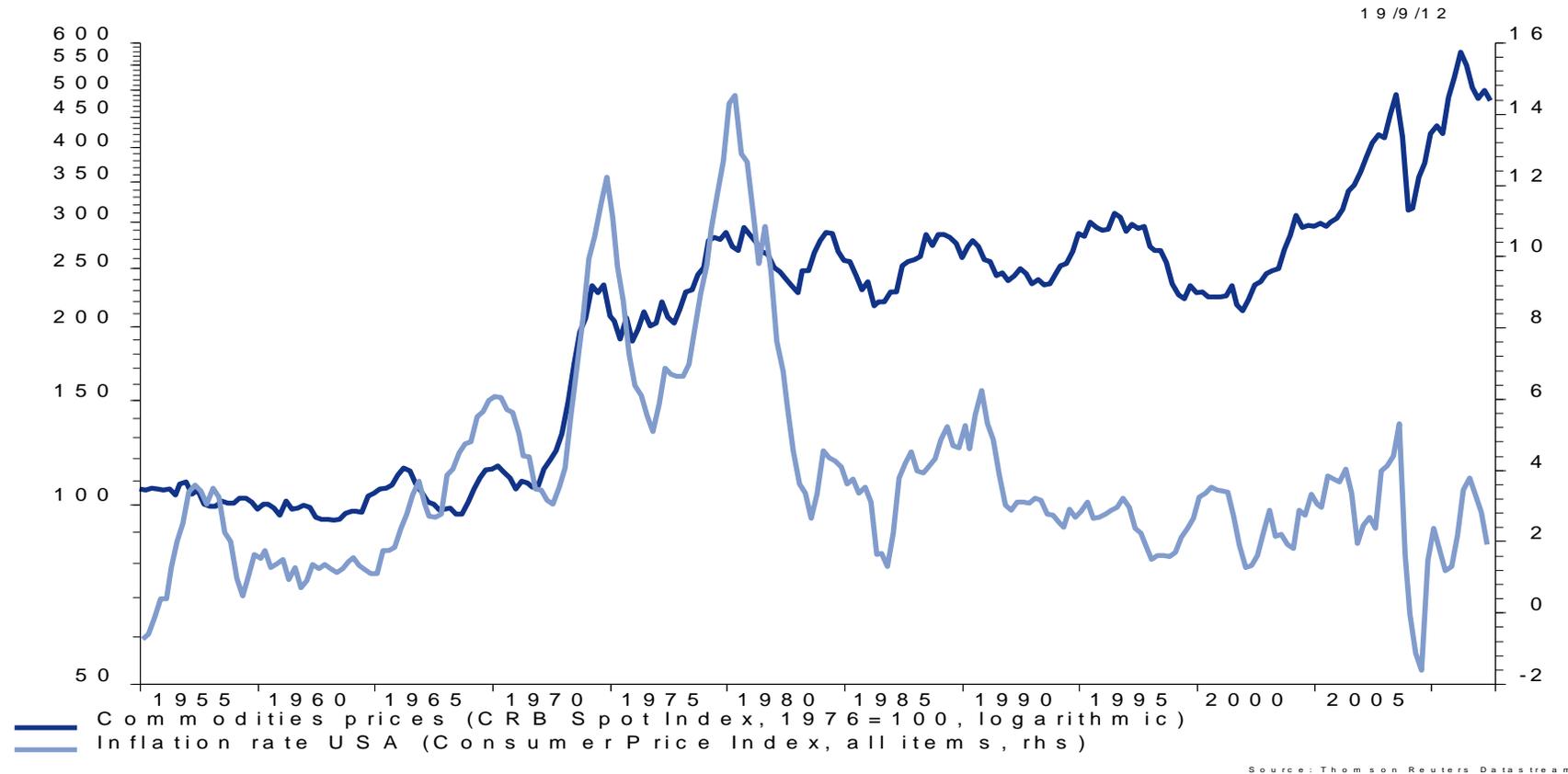
Fonte: Credit Suisse HOLT. Dati al 10 Agosto 2012
I rendimenti passati non sono indicativi di quelli futuri..



La bolla obbligazionaria sta provocando distorsioni a livello finanziario, errori nell'allocazione del capitale e arbitraggi tra credito e azioni attraverso i buy back: possiamo ancora permettercelo?

Financial Repression: le commodities proteggono dall'inflazione

Confronto tra prezzi delle commodities (CRB index) e inflazione Usa (CPI) dal 1955



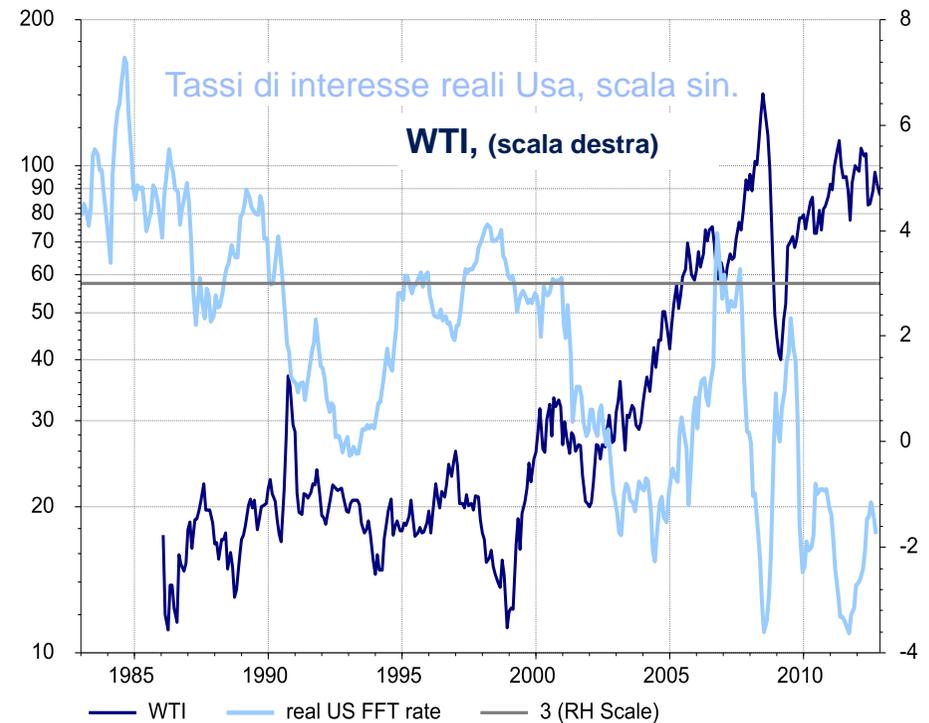
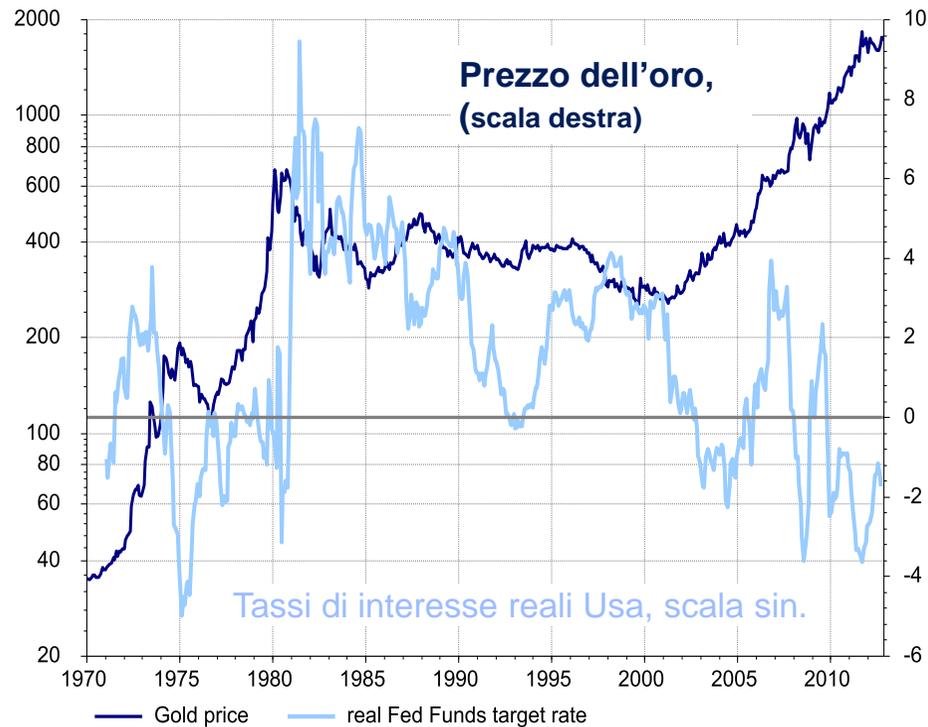
Fonte: Datastream, Allianz Global Investors Global Capital Markets & Thematic Research. I rendimenti passati non sono indicativi di quelli futuri



I prezzi delle attività reali, con i tassi pressoché nulli, sono soggetti a variazioni poiché inflazione e stampa di moneta erodono potere di acquisto e risparmi...compriamo **ORO**?

Le commodities beneficiano di un contesto di tassi bassi

Quotazioni di oro e petrolio (WTI) vs. tassi di interesse reali Usa a breve



Fonte: Datastream, Allianz Global Investors Economics & Strategy, al Novembre 2012. I rendimenti passati non sono indicativi di quelli futuri..



I prezzi delle commodities beneficiano di tassi di interesse reali bassi.

3



1. Crisi in Europa
2. Financial Repression
3. Prospettive dei mercati azionari

Le sfide della crescita globale

Demografia e urbanizzazione nei mercati emergenti



Crescita dei mercati emergenti (BRIC*)



Scarsità di risorse naturali e conseguenze



2013 e oltre?

Margini aziendali a livelli record



Politiche monetarie e fiscali – 25% di attività finanziarie monetizzate



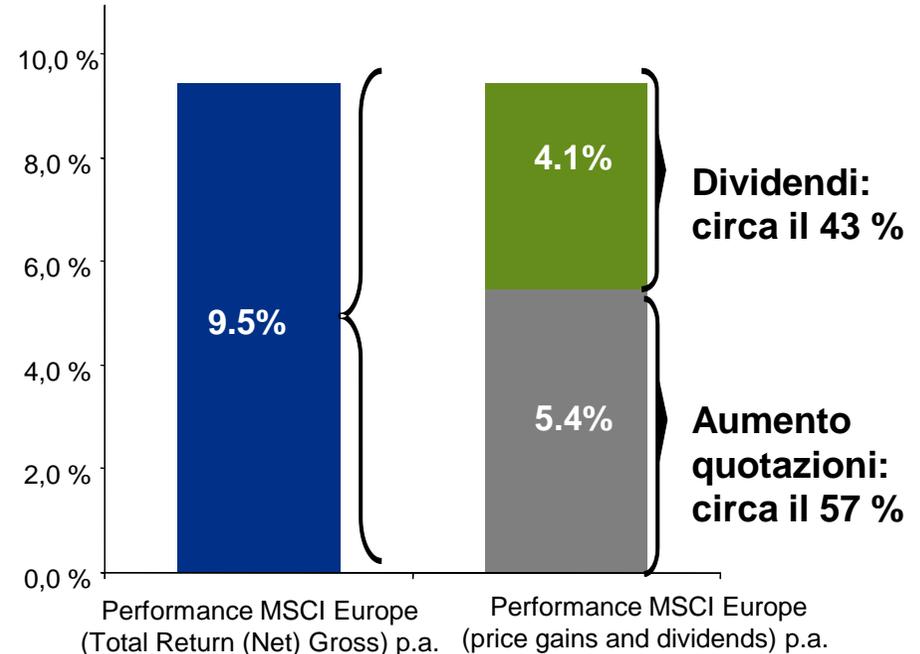
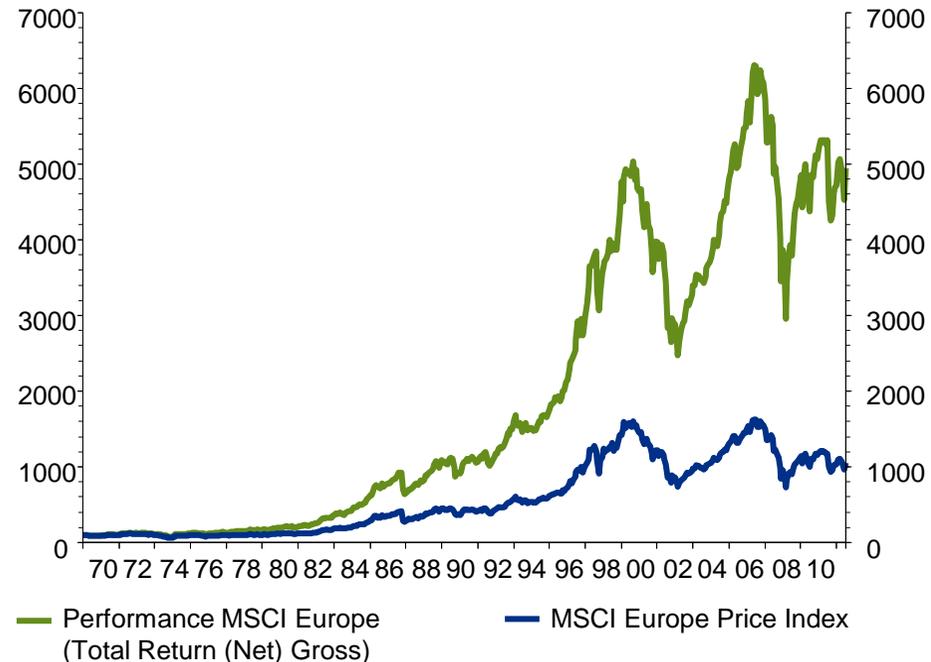
Politica



*BRIC: Brasile, Russia, Cina, India.

I dividendi rappresentano una parte significativa della performance complessiva delle azioni nel lungo periodo

La performance dell'indice Total Return è superiore a quella del Price Index



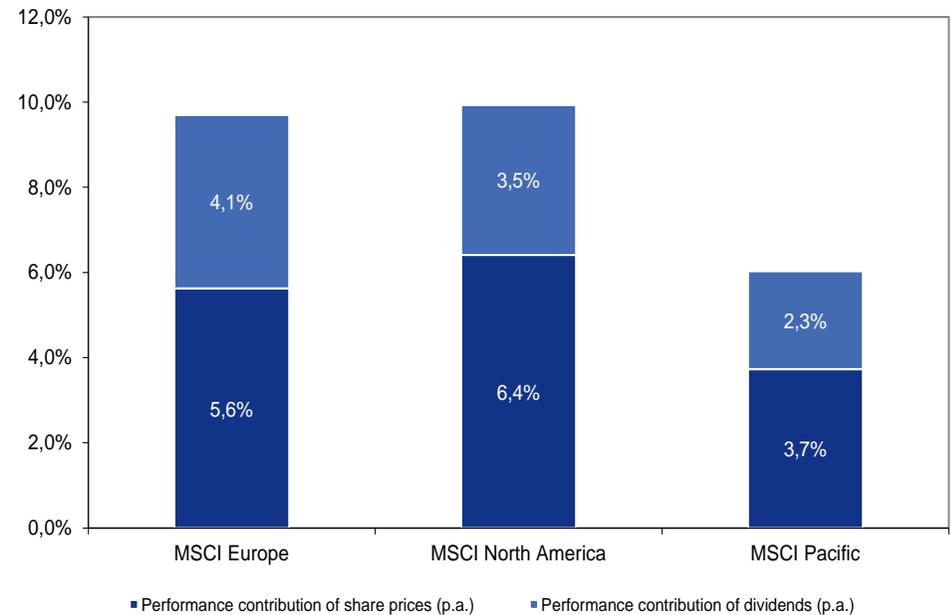
Fonte: Datastream; Allianz Global Investors Europe GmbH Capital-Market Analysis; dati al 06/07/2012. I rendimenti passati non sono indicativi di quelli futuri.
MSCI Europe Index: Indice comprensivo di circa l'85% della capitalizzazione di mercato (aggiustata per il flottante) dei 16 principali paesi europei

I dividendi hanno rappresentato quasi la metà della performance azionaria complessiva.

La “caccia al rendimento”

I dividendi alla base della performance azionaria

Contributo alla performance dei dividendi nel periodo dal 1970 a marzo 2012 (confronti globali annualizzati)



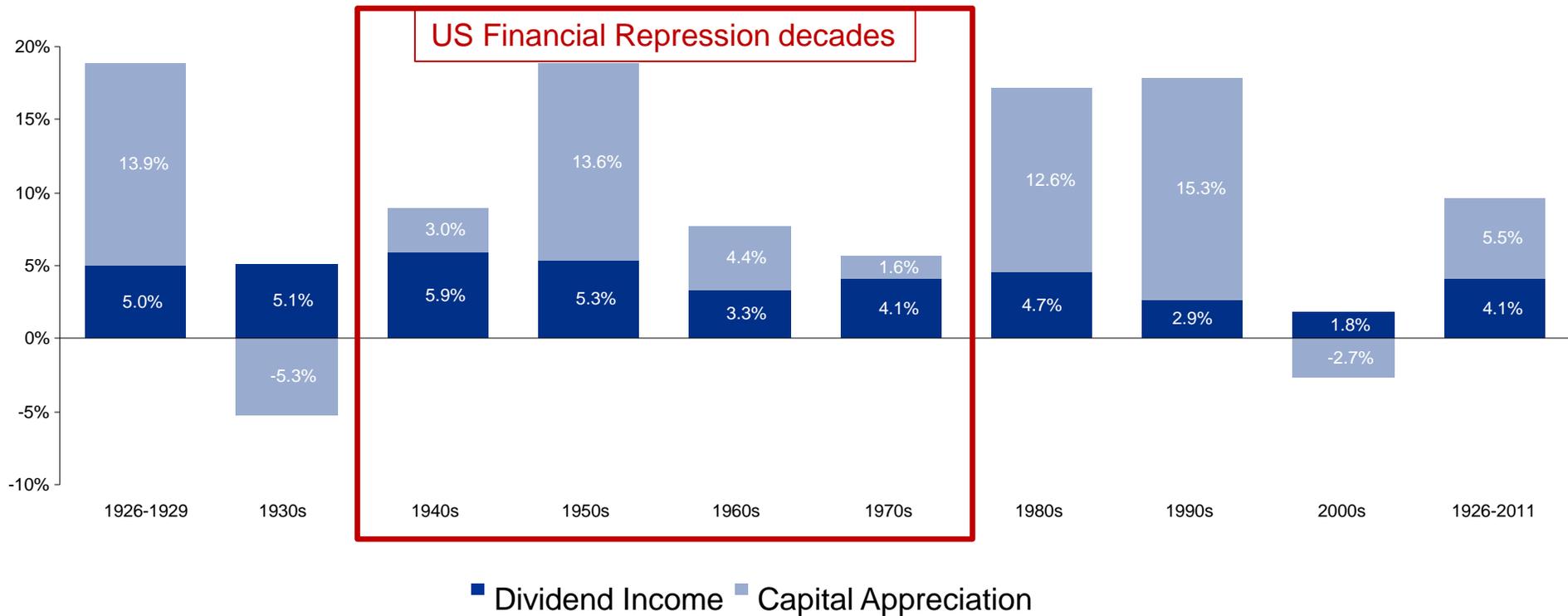
Fonte: Datastream; Allianz Global Investors. I rendimenti passati non sono indicativi di quelli futuri.



AllianzGI ritiene che i dividendi siano un fattore determinante per i ritorni dei mercati azionari.

Contributo significativo dei dividendi durante l'ultima Financial Repression

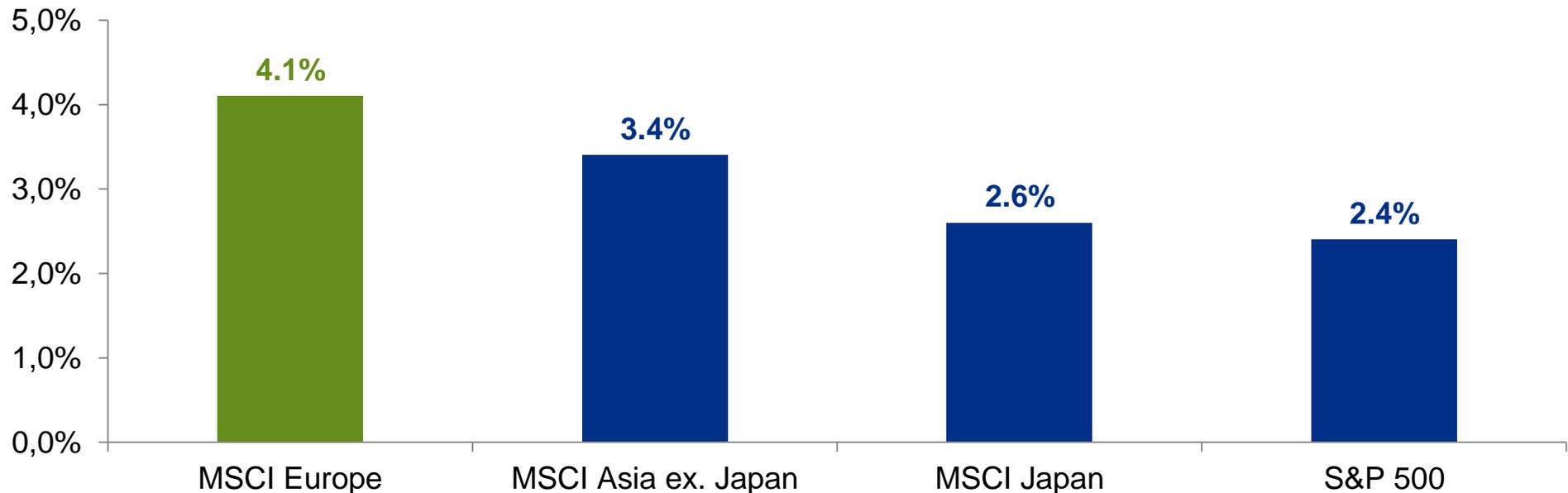
S&P 500: apprezzamento del capitale e rendimento dei dividendi negli ultimi decenni



Fonte: Credit Suisse and Standard & Poor's Website.

L'Europa dovrebbe pagare i maggiori dividendi nel 2012

Politiche di distribuzione dei dividendi più favorevoli in Europa



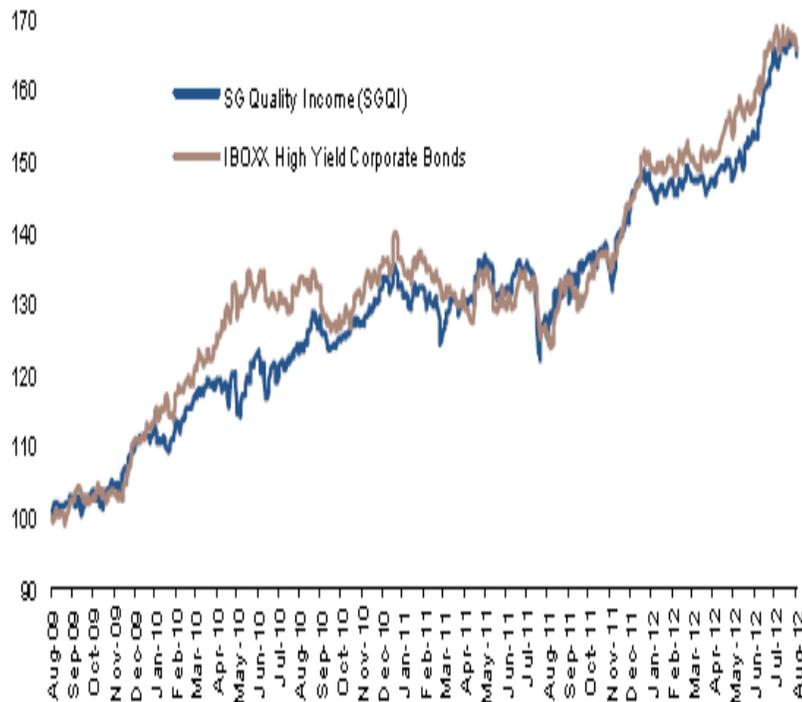
Fonte: Datastream; dati al 06/07/2012. I rendimenti passati non sono indicativi di quelli futuri.

S&P 500: L'indice Standard & Poor 500 segue l'andamento di un paniere azionario formato dalle 500 aziende statunitensi quotate a maggiore capitalizzazione, e ponderato per il valore di mercato di ciascuna azienda.

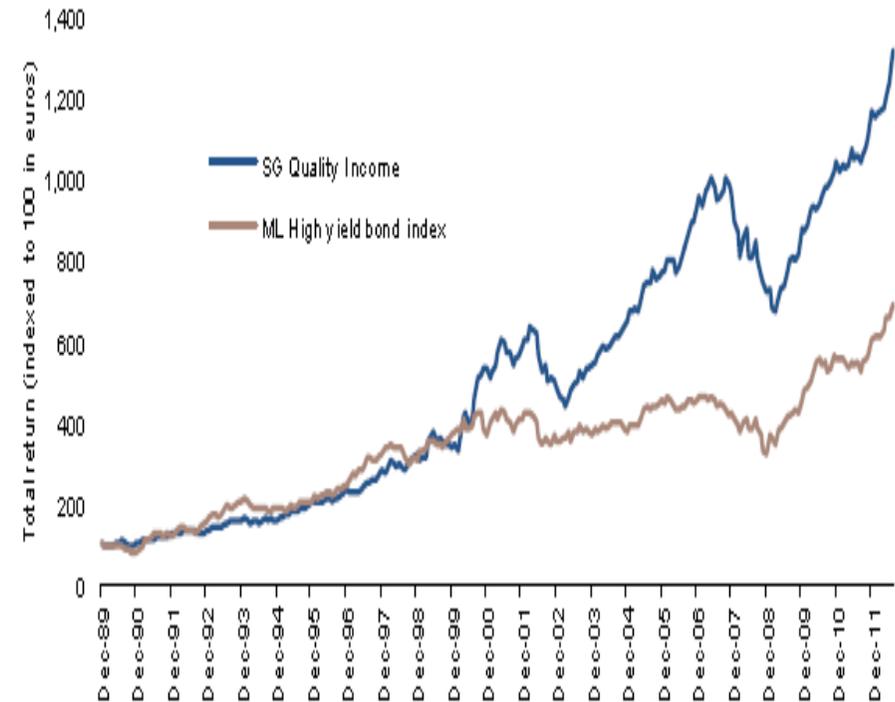
 Le società europee sono particolarmente attraenti per gli investitori alla ricerca di dividendi.

La “caccia al rendimento”

Dal 1999, Qualità e Reddito hanno nettamente superato le obbligazioni societarie High Yield



Source: SG Cross Asset Research



Source: SG Cross Asset Research, Bloomberg, MSCI

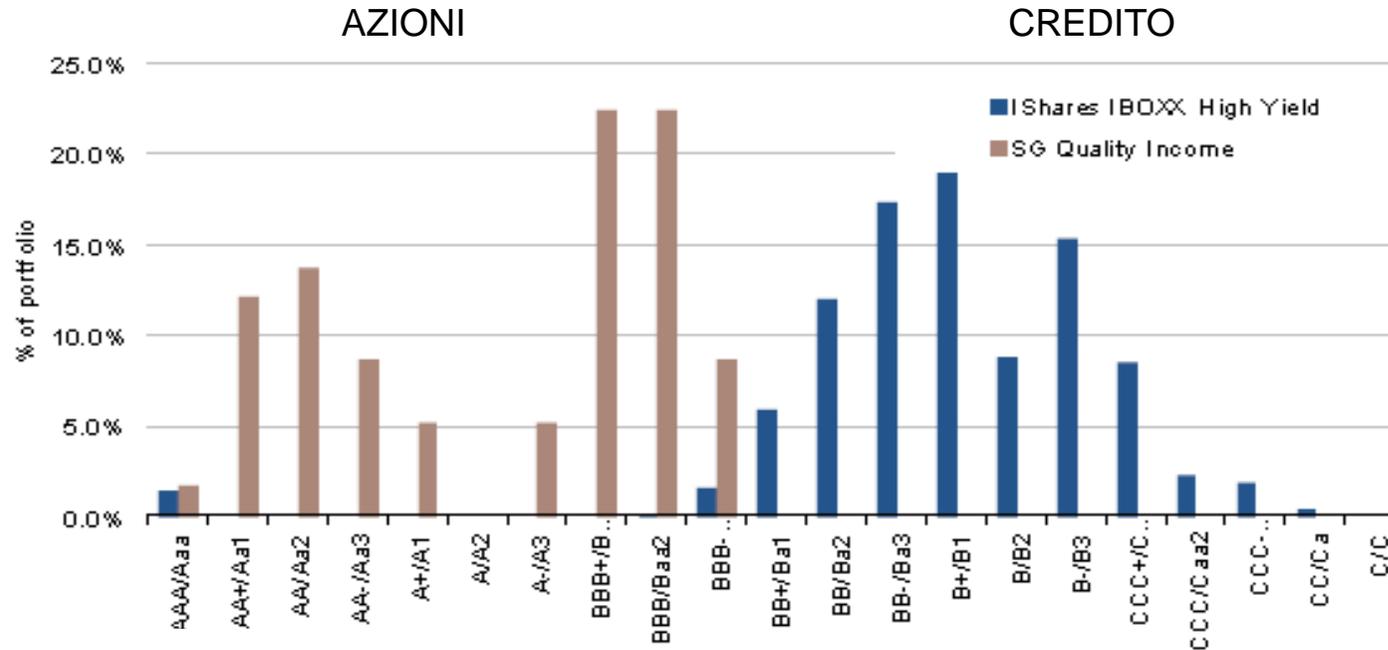
Indici total return (ribasati a 100) in euro. I rendimenti passati non sono indicativi di quelli futuri.



Gli investitori aversi al rischio hanno ricercato il rendimento in titoli sovrani e obbligazioni societarie, ma hanno trascurato i ritorni generati nel lungo termine dalle azioni.

La “caccia al rendimento”

Quali cashflow sono più affidabili...



Fonte: SG Research, Bloomberg; Dati a Ottobre 2012. I rendimenti passati non sono indicativi di quelli futuri.
Confronto del Credit Rating dello SGQI (Société Générale Global Quality Income index) con l'IBOXX High Yield Index (indici per lo più dedicati agli investitori professionali).



I modelli di business azionari si basano su forza dei prodotti, bilanci e qualità del management.

Come costruire un portafoglio “sicuro”?

Rendimenti storici reali annualizzati dei Gilt a 10 anni

- Gli investitori che hanno acquistato Gilt alla fine del 1941 hanno percepito un rendimento reale negativo nei 40 anni successivi
- Fra 1971 e 1981, i detentori di Gilt hanno ricevuto un rendimento reale annualizzato del -5,6%
- Nel marzo di quest'anno gli investitori hanno perso un anno di rendimenti in 4 giorni

| | 1901 | 1911 | 1921 | 1931 | 1941 | 1951 | 1961 | 1971 | 1981 | 1991 | 2001 |
|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| 1951 | 0.6 | 0.8 | 3.3 | 0.8 | -2.6 | | | | | | |
| 1961 | -0.1 | 0.0 | 1.6 | -0.6 | -2.9 | -3.3 | | | | | |
| 1971 | 0.1 | 0.2 | 1.6 | -0.1 | -1.5 | 1.0 | 1.4 | | | | |
| 1981 | -0.6 | -0.6 | 0.3 | -1.2 | -2.5 | -2.5 | -2.2 | -5.6 | | | |
| 1991 | 0.4 | 0.4 | 1.5 | 0.3 | 0.4 | 0.1 | 1.2 | 1.2 | 8.4 | | |
| 2001 | 1.1 | 1.3 | 2.3 | 1.4 | 0.9 | 1.6 | 2.9 | 3.4 | 8.2 | 8.0 | |
| 2011 | 1.4 | 1.5 | 2.4 | 1.7 | 1.3 | 2.0 | 3.1 | 3.5 | 6.8 | 5.9 | 3.9 |

Fonte: Bloomberg, Barclays Equity Gilt Study 2012, rendimenti annui %. I rendimenti passati non sono indicativi di quelli futuri.

Gli investimenti in obbligazioni e la potenziale distruzione di ricchezza... Global Investors

Possibili perdite legate all'aumento dei rendimenti dai livelli di giugno 2012 ... davvero senza rischi?

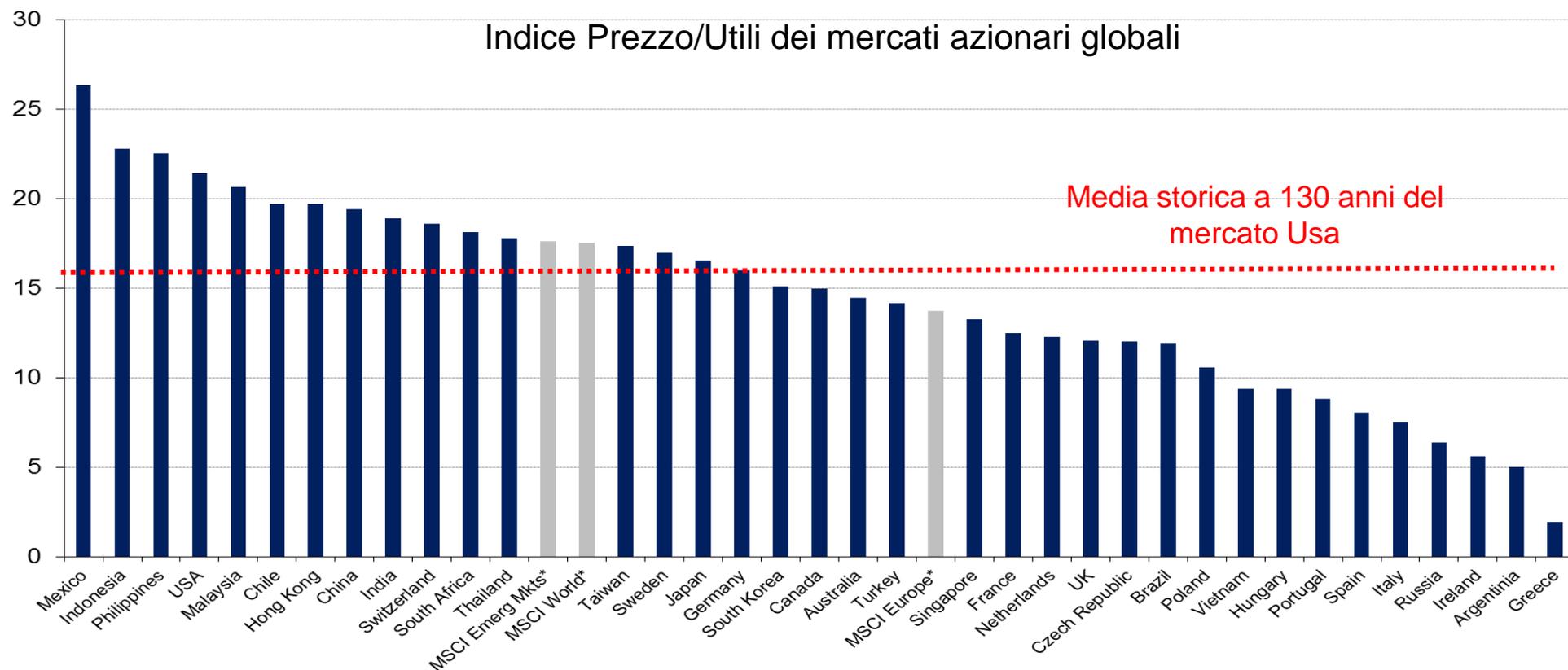
| 10 anni | Rendimento corrente | +50bps | +100bps | +150bps | +200bps | +300bps |
|-----------------|---------------------|--------|---------|---------|---------|---------|
| USA | 1.606 | -4.4% | -8.6% | -12.6% | -16.4% | -23.5% |
| UK | 1.696 | -4.0% | -7.9% | -11.5% | -15.0% | -21.5% |
| Germania | 1.533 | -4.5% | -8.7% | -12.7% | -16.5% | -23.6% |
| Giappone | 0.812 | -4.4% | -8.5% | -12.2% | -15.6% | -21.7% |
| Media | x | -4.3% | -8.4% | -12.3% | -15.9% | -22.6% |
| 30 anni | Rendimento corrente | +50bps | +100bps | +150bps | +200bps | +300bps |
| USA | 2.674 | -9.4% | -17.7% | -25.0% | -31.4% | -42.2% |
| UK | 3.009 | -8.6% | -16.2% | -23.0% | -28.9% | -39.0% |
| Germania | 2.177 | -10.4% | -19.4% | -27.3% | -34.2% | -45.5% |
| Giappone | 1.867 | -8.7% | -16.1% | -22.3% | -27.7% | -36.5% |
| Media | x | -9.3% | -17.3% | -24.4% | -30.6% | -40.8% |

Fonte: AllianzGI; Ottobre 2012



Un aumento dei rendimenti di 300 punti base si tradurrebbe in una riduzione media dei prezzi dei bond decennali pari al 22%. Per i titoli trentennali un incremento analogo dei rendimenti comporterebbe una perdita del 40%.

Valutazioni: mercati azionari dell'area Euro attraenti, mercati globali correttamente valutati



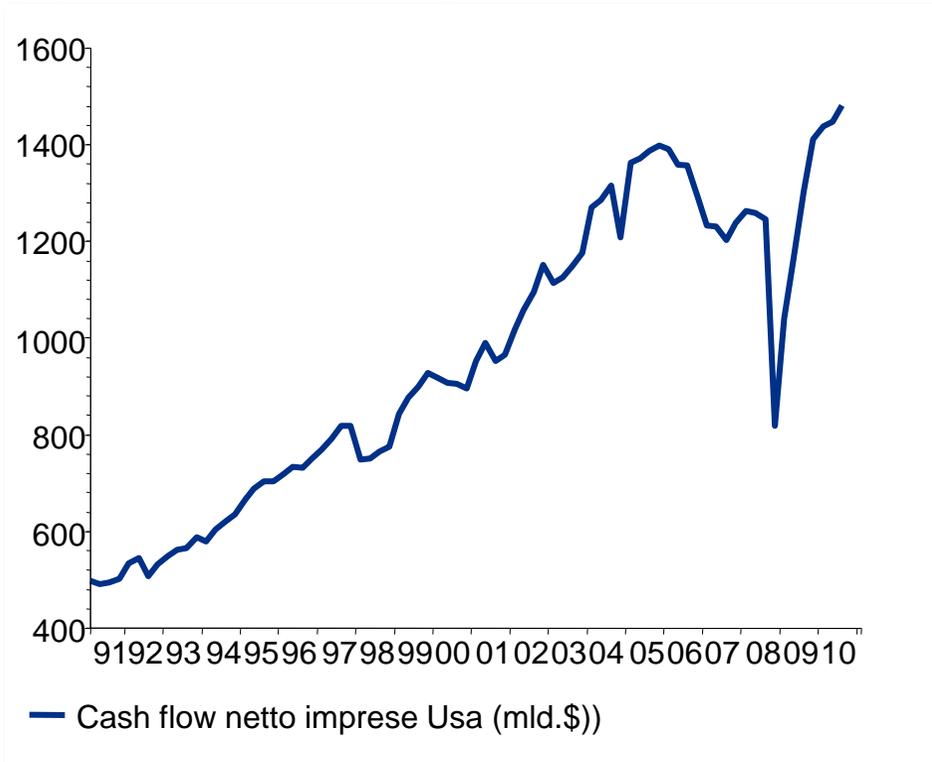
Fonte: AllianzGI, Datastream; dati a Novembre 2012. %. I rendimenti passati non sono indicativi di quelli futuri.

Le valutazioni dei mercati azionari del Sud Europa sono le più attraenti. I mercati emergenti nel complesso non sono più a premio rispetto agli indici dei mercati globali. Il mercato americano continua ad essere caro.

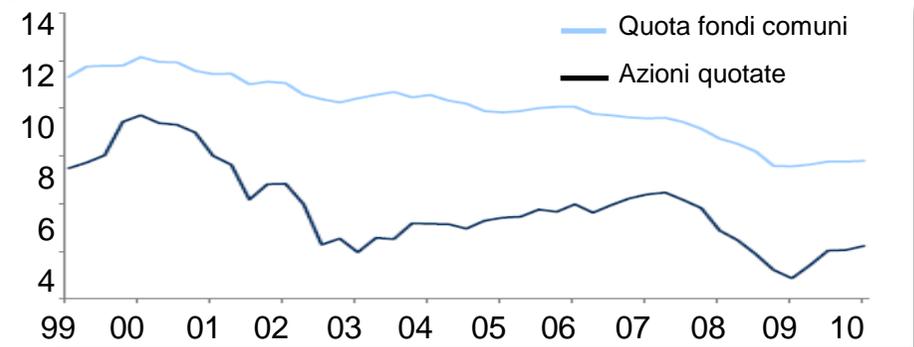
Il posizionamento degli investitori guida le performance

Flussi di cassa delle imprese ed esposizione azionaria degli investitori

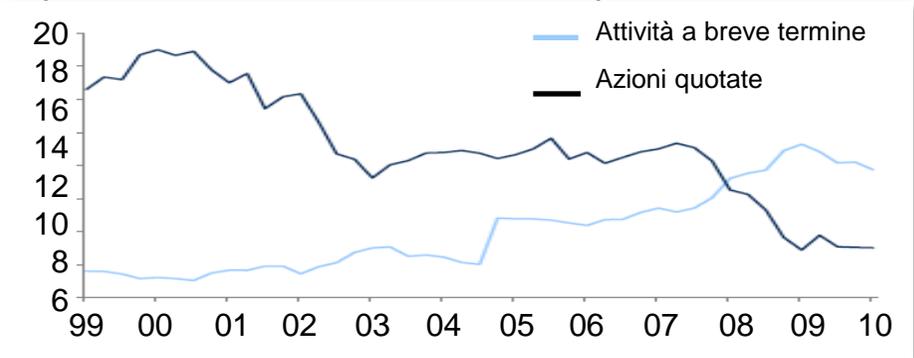
Liquidità detenuta dalle imprese Usa dal 1990¹



Investimenti delle famiglie nel mercato azionario (area Euro)²



Esposizione di assicurazioni e fondi pensione²

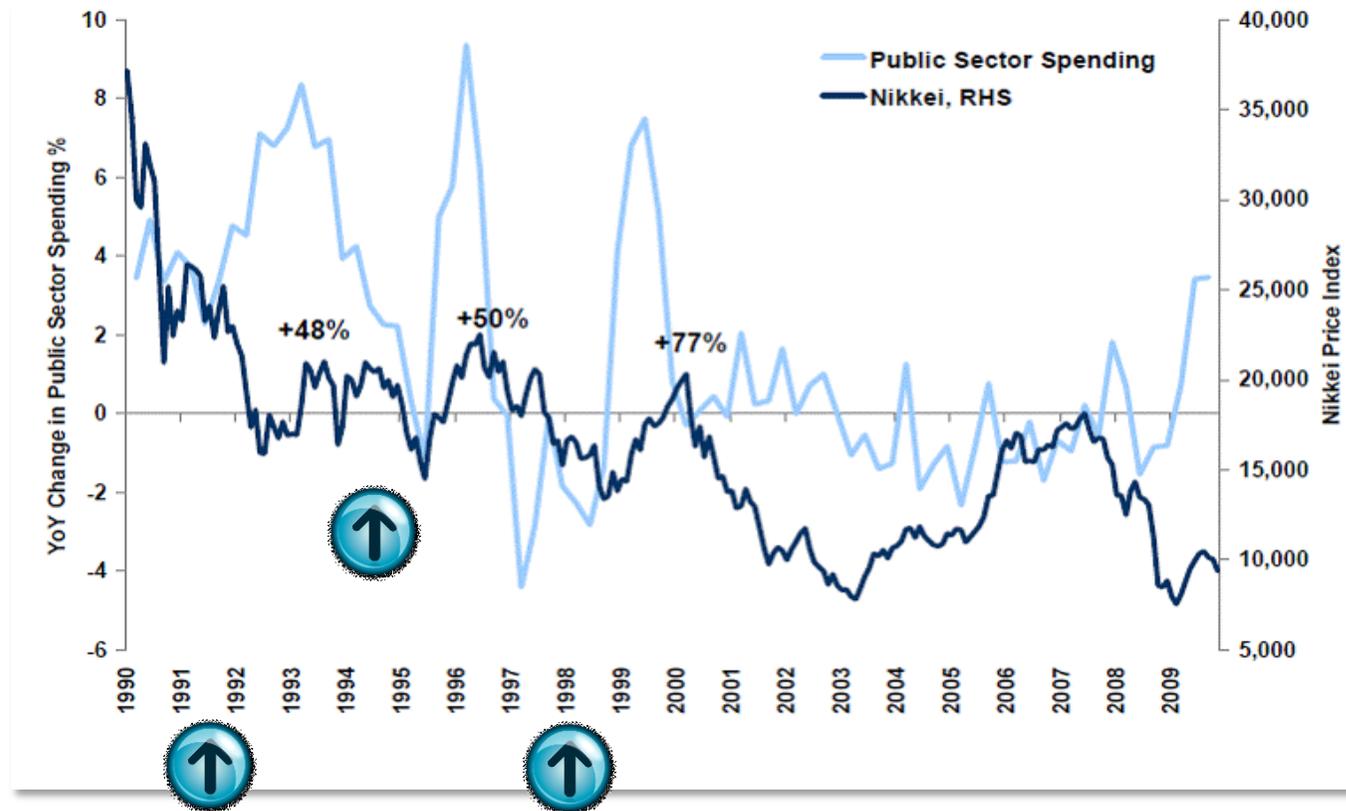


¹ Fonte: Thomson Datastream al 28 febbraio 2011. ² Fonte: BCE, Morgan Stanley Research; Novembre 2011. I rendimenti passati non sono indicativi di quelli futuri.

I bilanci delle imprese sono solidi e prosegue l'attività di fusioni e acquisizioni a livello globale, ma l'esposizione obbligazionaria degli investitori europei rimane ai massimi storici.

Una “mappa” per i prossimi anni

Il Giappone ha registrato molteplici fasi di ribasso in mancanza di incentivi



- I mercati azionari in Giappone hanno perso il 75% negli ultimi vent'anni...
- ma**
- Il 25% delle società quotate presenta quotazioni più alte rispetto al 1990

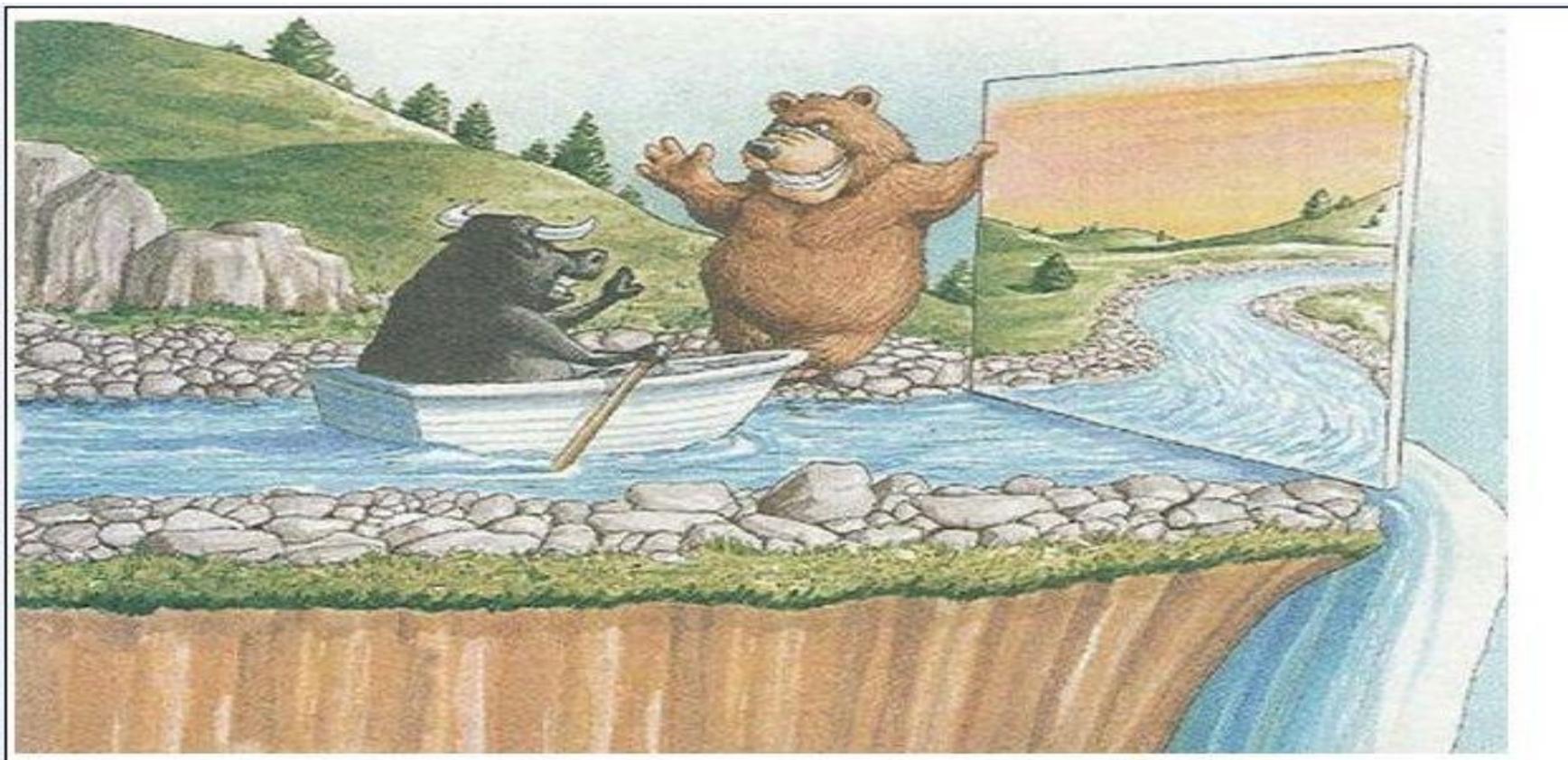
E' un mercato dove la selezione dei titoli è fondamentale

Fonte: Ufficio di Gabinetto Giappone, Datastream, Morgan Stanley Research; dati a Marzo 2012



Quando le politiche di sostegno pubblico diventano molto aggressive i mercati salgono.
Un esempio è la Spagna nell'estate del 2012.

“Quale *fiscal cliff*, quale inflazione ...quale ristrutturazione economica?”



Citazioni

“Una democrazia non può esistere come forma di governo permanente.

Può esistere solo finché gli elettori scoprono di potersi garantire la liberalità del Tesoro.

Da quel momento in poi, la maggioranza voterà sempre per i candidati che promettono maggiori vantaggi economici. La democrazia finirà così per crollare a causa della mancanza di responsabilità fiscale e sarà sempre seguita dalla dittatura.

Le grandi civiltà mondiali vivono in media 200 anni prima del declino.”

Alexander Fraser Tytler 1776 (cittadino degli Stati Uniti)

“In una nazione un tempo orgogliosa di lavorare sodo, di avere una famiglia solida, di vivere in una comunità coesa e di credere in Dio – ha dichiarato il Presidente Carter – oggi troppi cedono al culto del consumo e dell’edonismo.

La nostra identità non è più definita da ciò che facciamo, bensì da ciò che possediamo.

Ma abbiamo scoperto che il possesso e il consumo non appagano il desiderio di un senso più profondo.

Abbiamo imparato che l’accumulo di beni materiali non può riempire il vuoto di una vita senza scopo e senza fiducia nel futuro ...

Non possiamo più contare su un’onda economica in grado di sollevare i più poveri ...

Oggi conosciamo i nostri limiti: i limiti del governo, i limiti all’uso della forza militare all’estero, i limiti allo sfruttamento dell’ambiente, un delicato equilibrio che non possiamo manipolare a nostro piacimento senza farci del male ...”

Jimmy Carter 1979 (Presidente degli Stati Uniti)

Quelle che sembrano basi solide non sempre lo sono veramente...

...Benvenuti nel Mondo della Financial Repression

Quello che sembrava un luogo sicuro ...



**Deboli prospettive di crescita economica al di fuori
dei Paesi emergenti**

Crescente ingerenza politica

**Una volatilità ancora elevata nel contesto dei
cambiamenti politici**

**L'importanza del posizionamento:
sottopeso azionario UE**

... può diventare un luogo rischioso



**Valuazioni attraenti ad esclusione degli Usa,
in particolare in Europa e Cina**

**La mancanza di austerità negli Usa finora è stata
positiva, ma incombe il fiscal cliff, mentre l'OMT*
della Bce può essere positivo per
crescita/inflazione ed un Euro più debole**

**Le obbligazioni rimangono a rischio
di inflazione e di default**

*Outright Monetary Transaction: Transazioni Monetarie Dirette

Sfide globali e possibili soluzioni nei mercati azionari



GEM*: Global Emerging Market; BRIC**: Brasile, Russia, Cina India.

Grazie



Disclaimer

L'investimento implica dei rischi. Il valore di un investimento e il rendimento 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 redatto o delle società collegate, al momento della redazione del documento medesimo.

I dati utilizzati scaturiscono da diverse fonti che si presumono corrette e attendibili ma non sono state verificate da terze parti indipendenti; la loro accuratezza o completezza non è garantita e non si assume alcuna responsabilità per eventuali danni diretti o indiretti derivanti dall'utilizzo di tali informazioni, tranne in caso di colpa grave o condotta illecita.

Si applicano con prevalenza le condizioni di un'eventuale offerta o contratto che sia stato o che sarà stipulato o sottoscritto. Il presente documento di approfondimento è stato redatto da Allianz Global Investors Europe GmbH, una società di gestione di diritto tedesco con sede legale in Mainzer Landstrasse 11 - 13, D60329 Francoforte sul Meno, controllata da Allianz Global Investors Holding GmbH (del Gruppo Allianz SE) e soggetta alla vigilanza della 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, soggetta al controllo delle competenti autorità italiane di vigilanza.

È vietata la duplicazione, pubblicazione o trasmissione dei contenuti del presente documento, in qualsiasi forma.

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