

# Outlook 2014

Andreas Utermann,  
Global CIO  
Allianz Global Investors

Milano, 3 dicembre 2013



**Allianz**   
Global Investors

Understand. Act.

## Principali conclusioni dell'Investment Forum di AllianzGI a New York

01

Bassi tassi di interesse più a lungo / la financial repression continua.

02

Rischi di ribasso per i titoli sovrani di elevata qualità.

03

Ripresa economica ciclica, ma trend di crescita moderato.

04

Mercati emergenti: trend secolari vs. potenziali battute d'arresto temporanee.

05

Giappone: rimangono i dubbi.

06

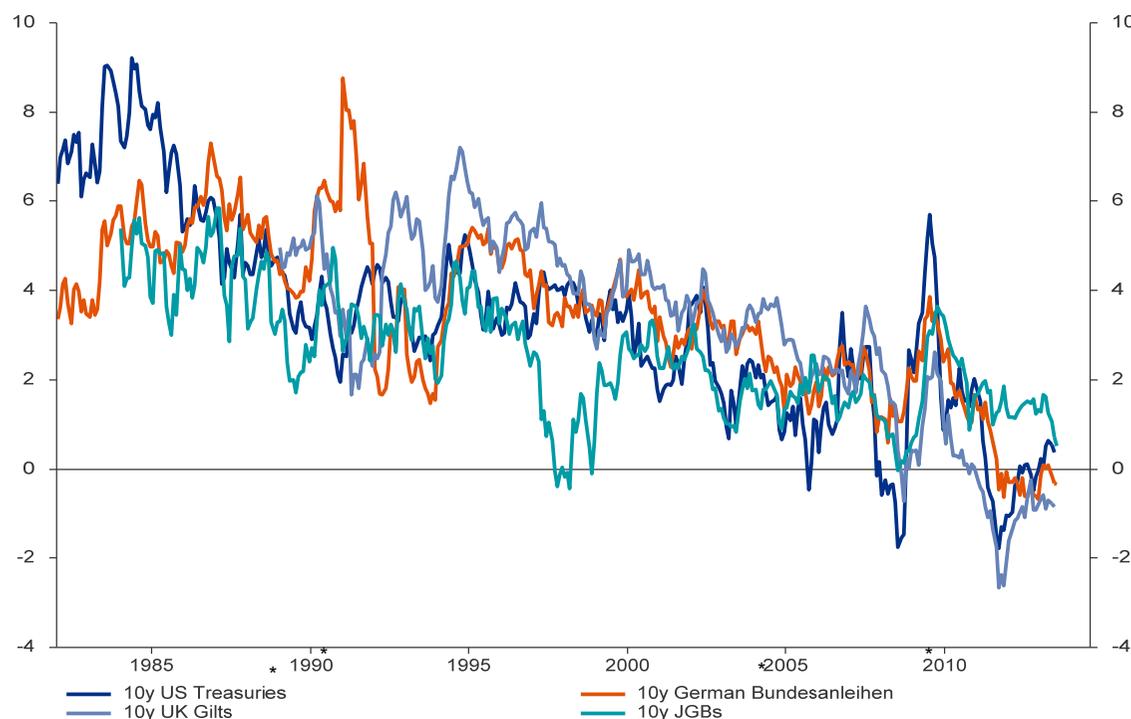
I dividendi si confermano un importante driver dei rendimenti azionari.

07

È rischioso non investire in asset rischiosi.

## I rendimenti reali rimangono molto bassi o addirittura negativi

### Rendimenti reali dei titoli governativi decennali dei Paesi G4



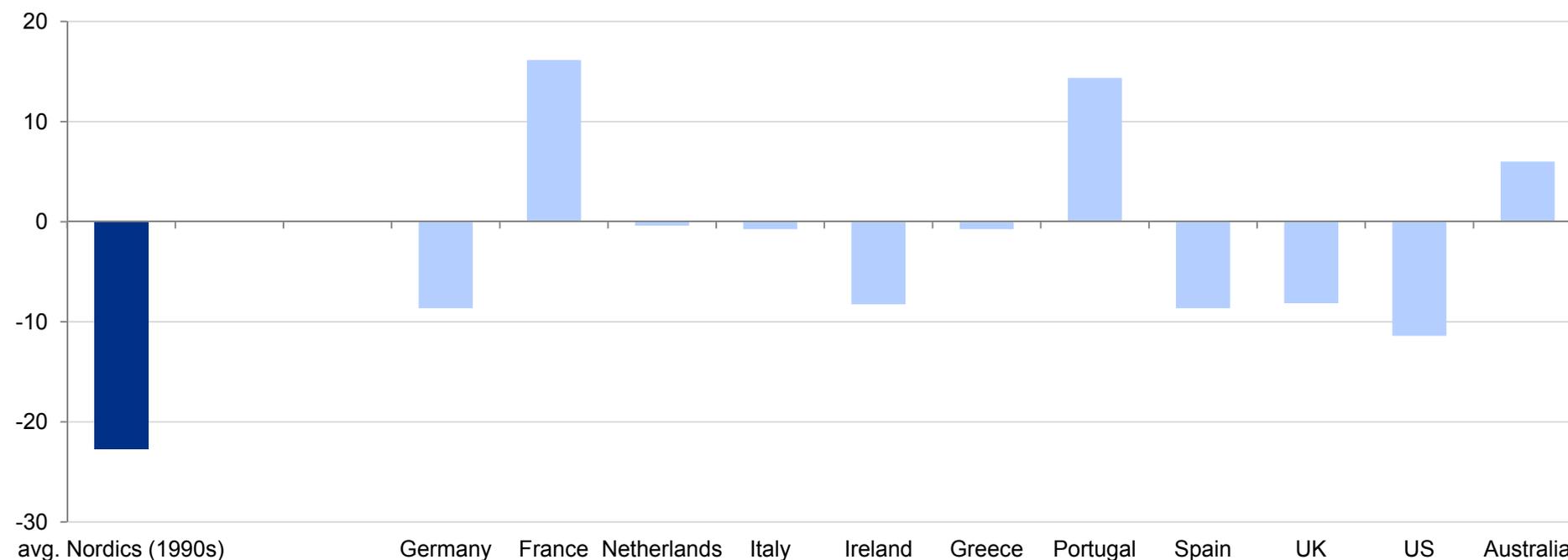
**I rendimenti reali dei titoli governativi rimangono molto bassi, nonostante l'aumento dei tassi di interesse negli Stati Uniti. Le altre banche centrali si sono sganciate dalla politica monetaria statunitense. In Giappone i rendimenti reali sono prossimi allo zero.**

Titoli governativi decennali di Stati Uniti, Regno Unito, Germania e Giappone.

Fonte: Thomson Reuters Datastream. Dati al 06.08.2013. I rendimenti passati non sono indicativi di quelli futuri.

## Il deleveraging è appena iniziato – Rendimenti reali e tassi dovranno rimanere bassi per un periodo più prolungato

### Riduzione/aumento rapporto debito/pil del settore privato (non finanziario) in % dai massimi del 2008

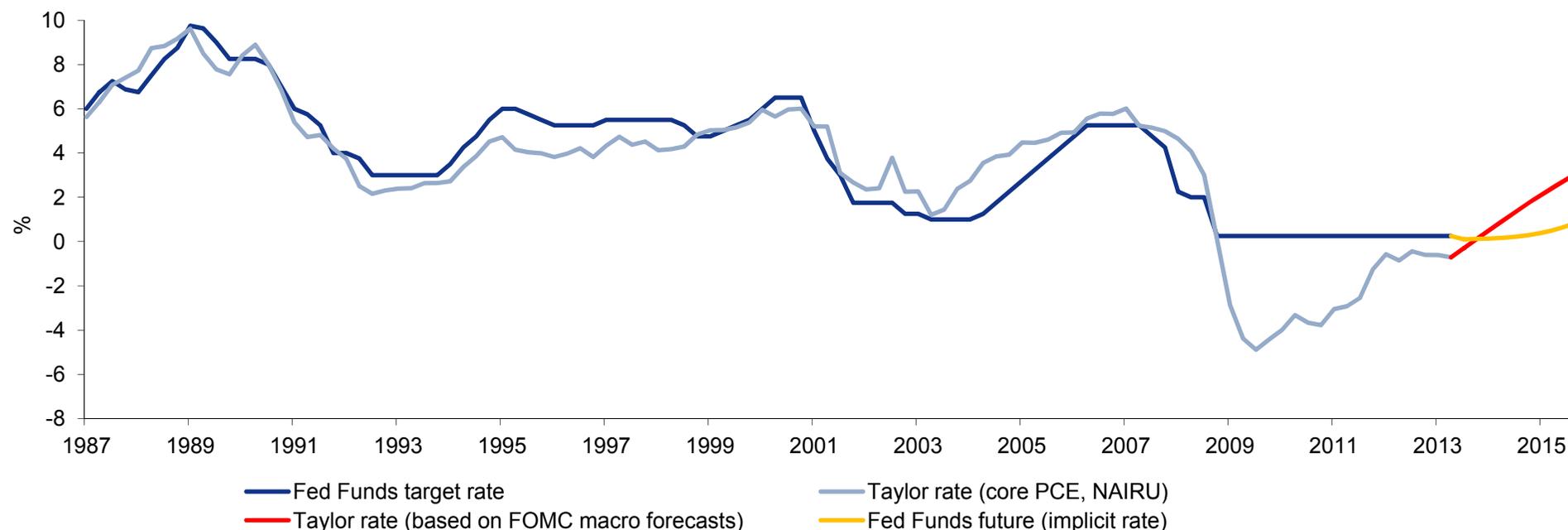


**Il deleveraging del settore privato è appena iniziato nell'UME e difficilmente sarà completato negli Stati Uniti e nel Regno Unito. La riduzione dell'indebitamento richiede il costante supporto della politica monetaria, ovvero bassi tassi di interesse per un periodo più prolungato.**

Aumento del rapporto debito/Pil del settore privato dal 2008 in Francia, Portogallo e Australia  
Fonte: BIS, Allianz Global Investors. Dati a Novembre 2013.

## La Fed deliberatamente dietro la curva

### Tasso target *Federal Reserve Funds* Usa vs. stima "*Taylor rule*"

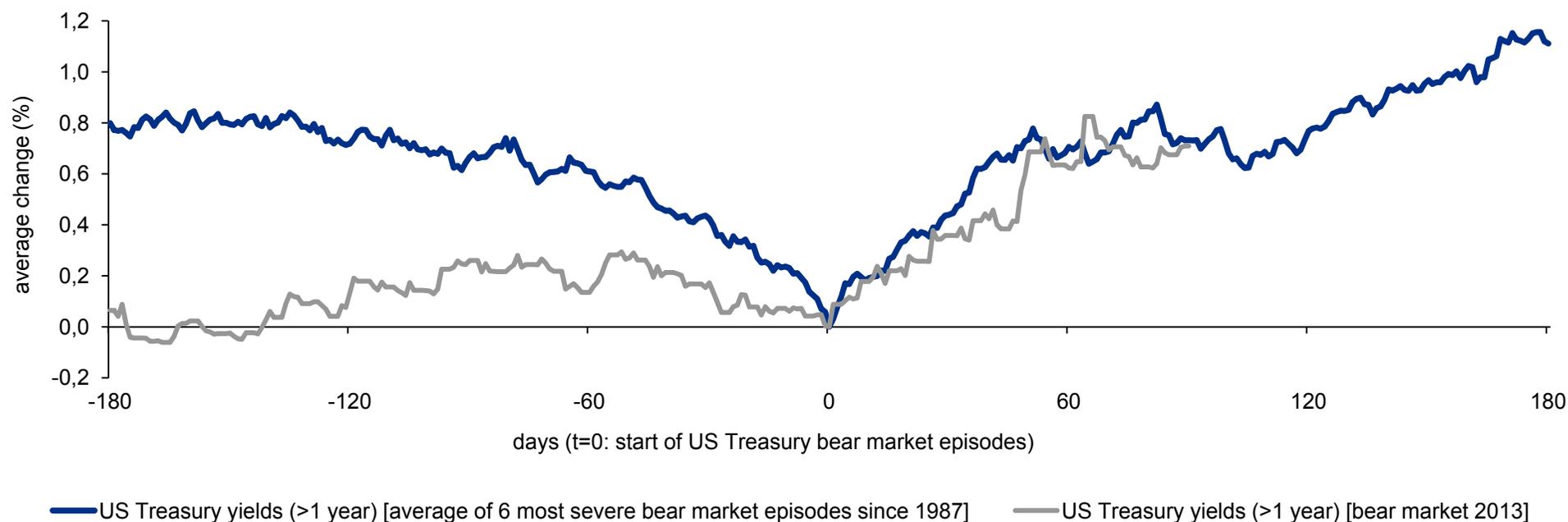


Il mercato si aspetta che la Fed rimanga dietro la curva, ovvero aumenti i tassi meno di quanto precedentemente atteso. Ci aspettiamo che la politica della Fed sarà più accomodante di quanto previsto dal mercato.

NAIRU = Non-Accelerating Inflation Rate of Unemployment (*tasso di disoccupazione che non accelera l'inflazione*); FOMC = Federal Open-Market Committee.  
Fonte: Bloomberg, Federal Reserve, elaborazioni interne, a giugno 2013. I rendimenti passati non sono indicativi di quelli futuri.

## Finora l'andamento dei Treasury Usa è stato in linea con i precedenti "bear market"

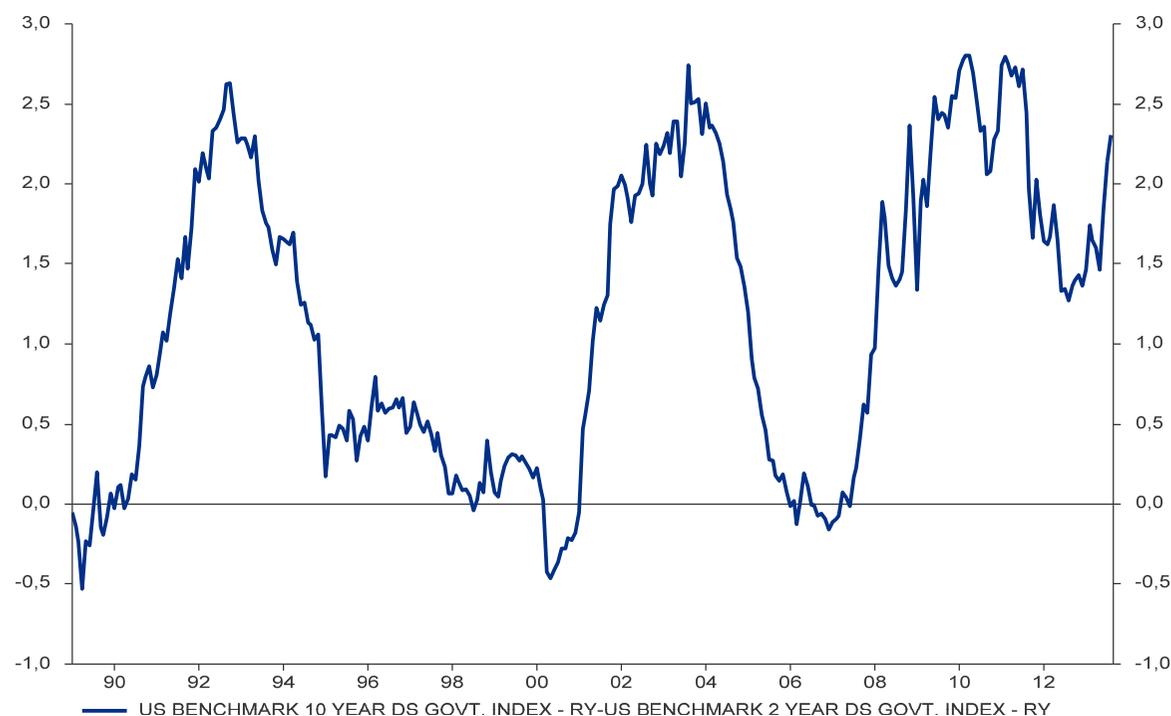
### Treasury Usa: andamento attuale vs. andamento storico durante le fasi di «bear market»



I Treasury Usa finora hanno seguito il tipico pattern dei mercati ribassisti. I rendimenti potrebbero scendere lievemente rispetto al livello attuale dopo il recente annuncio del rinvio del tapering da parte della Federal Reserve. In una prospettiva di medio-lungo termine è tuttavia probabile che i rendimenti salgano ulteriormente.

## Lo "steepening" della curva dei rendimenti limita la debolezza del mercato obbligazionario

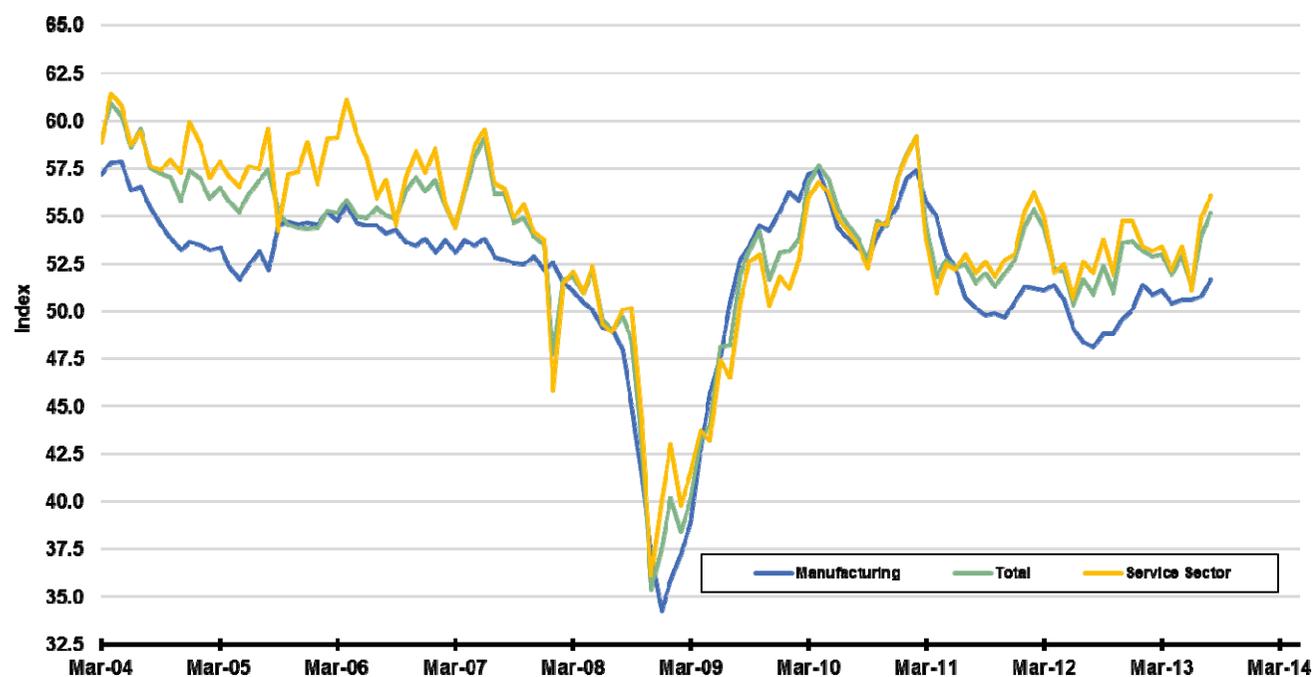
### Curva dei rendimenti Usa (10 anni-2 anni)



**E' attesa una ripidità massima della curva di 300 bp – ciò chiaramente limita la possibile debolezza del mercato obbligazionario.**

## Ripresa ciclica globale

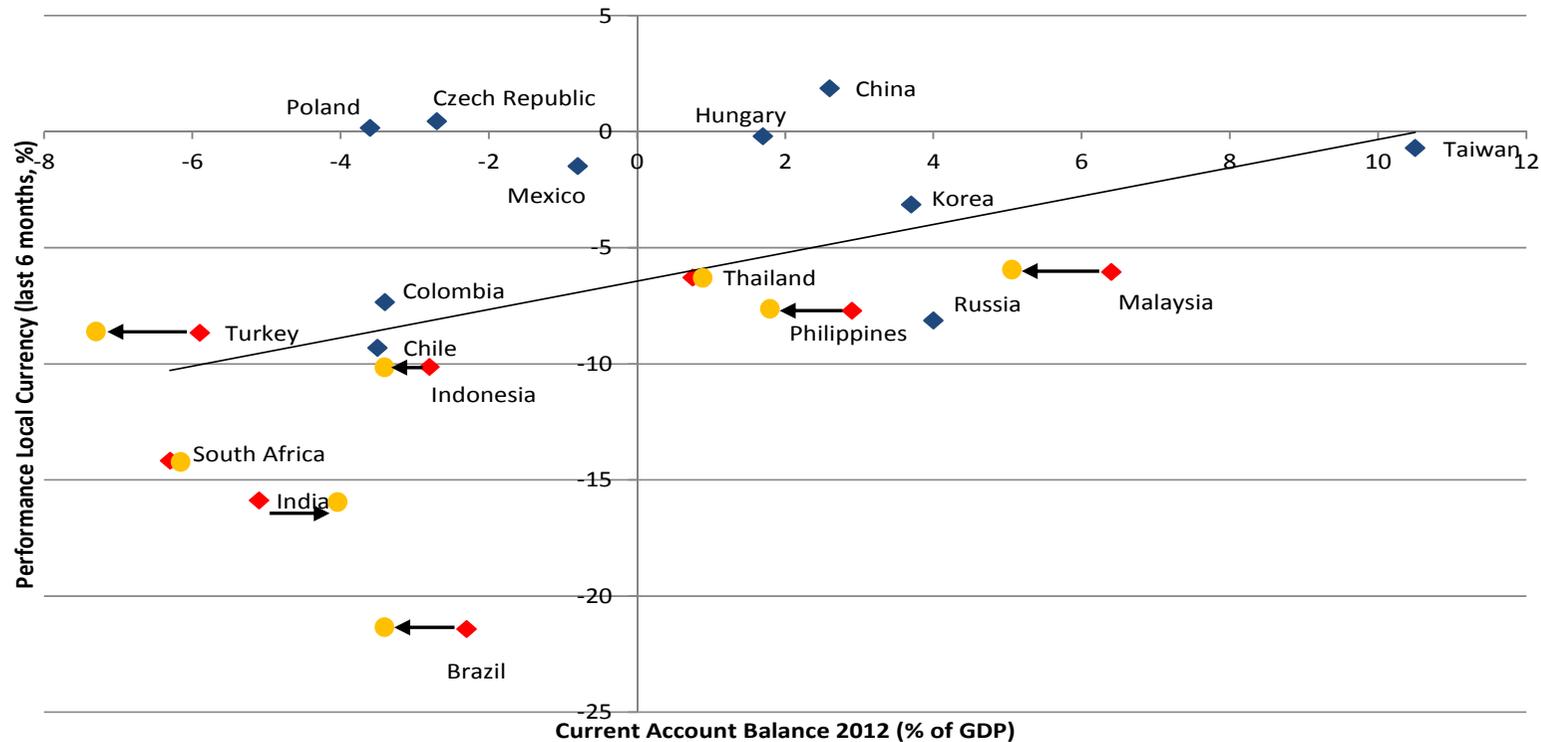
### Indice PMI manifatturiero e servizi globale



L'indice PMI globale segnala una ripresa ciclica a livello globale.

Mercati emergenti:  
i mercati deboli attualmente stanno sottoperformando

**Mercati emergenti: partite correnti vs. andamento valute**



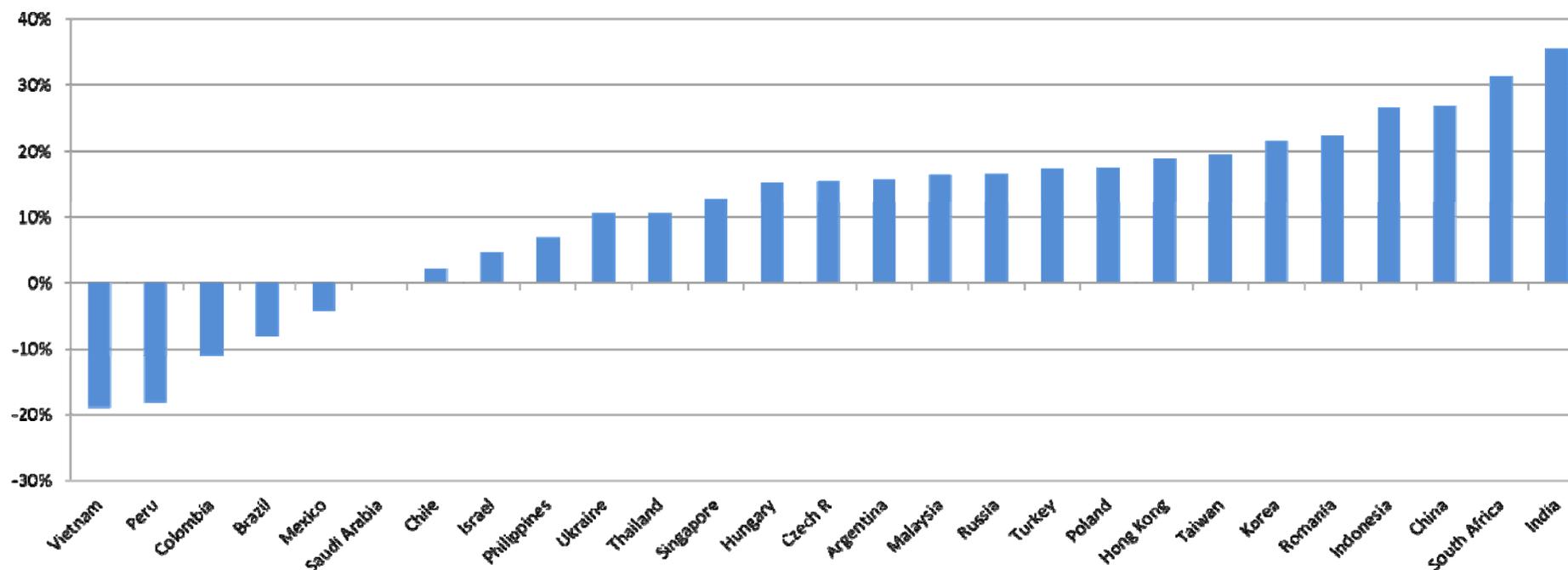
● = Stima FMI delle partite correnti per il 2015 (% del Pil)

Tra le valute GEM, quelle che presentano i più ampi disavanzi delle partite correnti sono state maggiormente penalizzate dal dibattito sul tapering della Fed.

Fonte: FMI, Datastream, elaborazione Allianz Global Investors a novembre 2013. I rendimenti passati non sono indicativi di quelli futuri. Non ci assumiamo l'obbligo di aggiornare le informazioni alla base delle previsioni contenute nella rappresentazione.

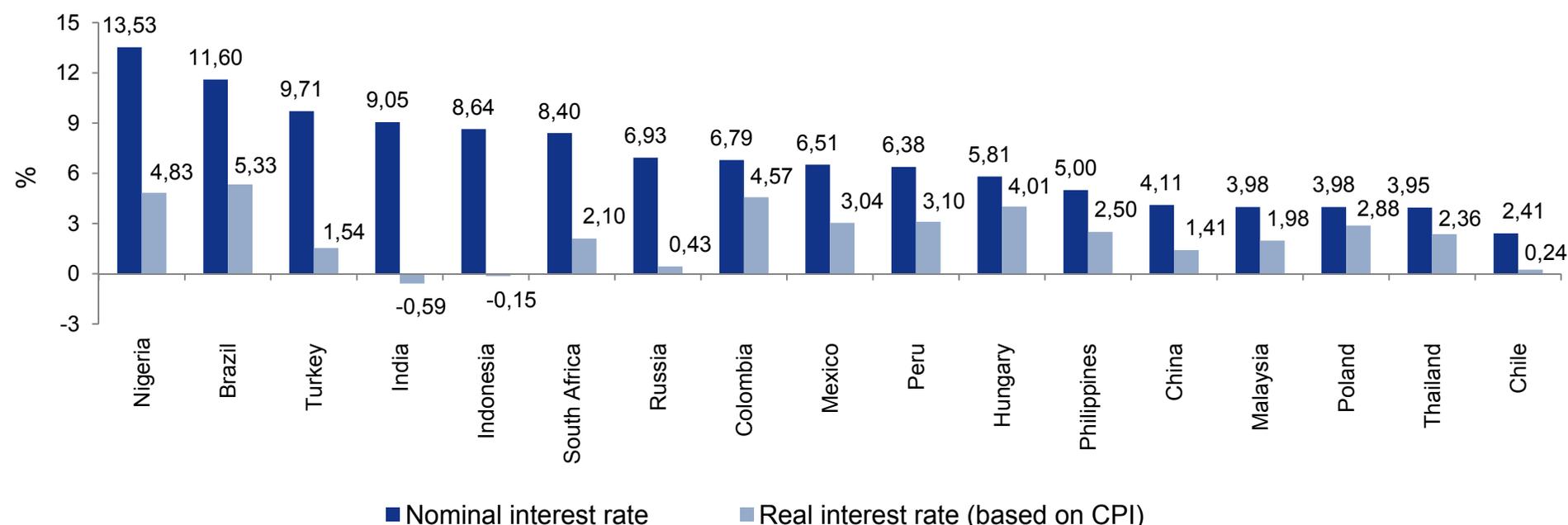
## Valute dei mercati emergenti: atteso un apprezzamento in termini reali

### Apprezzamento/deprezzamento cumulato atteso fino al 2020



Secondo le aspettative la maggior parte delle valute asiatiche e dei paesi CEE si apprezzerà in termini reali (effetto Balassa-Samuelson). In molti casi, anche se non sempre, l'apprezzamento in termini reali coincide con l'apprezzamento nominale.

## Titoli sovrani dei mercati emergenti (locali): rendimenti reali (in gran parte) positivi offrono sostegno nel medio-lungo periodo

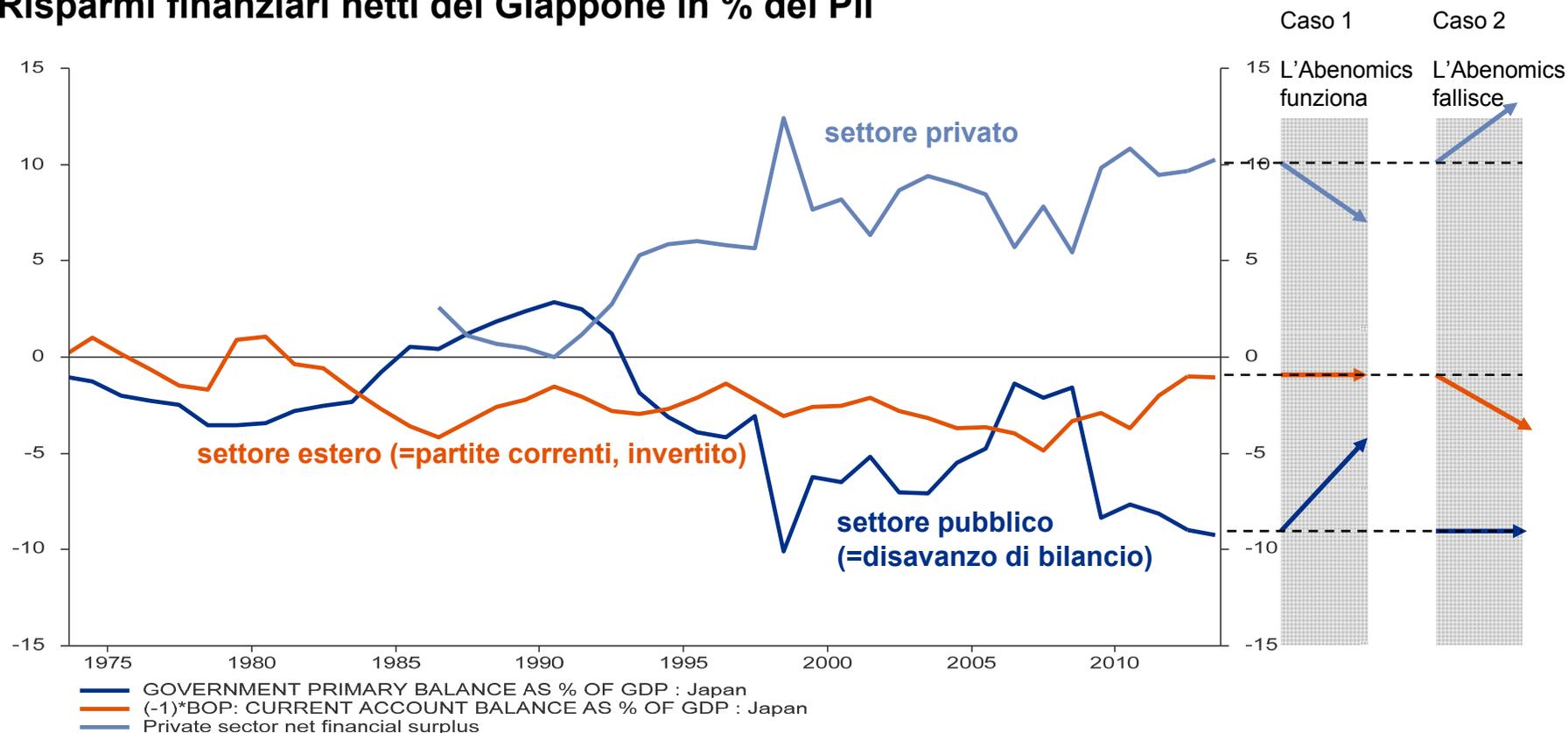


**In contrasto con molti mercati obbligazionari dei paesi sviluppati, i rendimenti reali sovrani in valuta locale dei mercati emergenti sono decisamente positivi.**

Fonte: J.P. Morgan (indice GBI EM Broad; dati al 2.9.13). I rendimenti passati non sono indicativi di quelli futuri.

## L'“Abenomics” farà aumentare la spesa privata giapponese nel lungo periodo? I dubbi rimangono

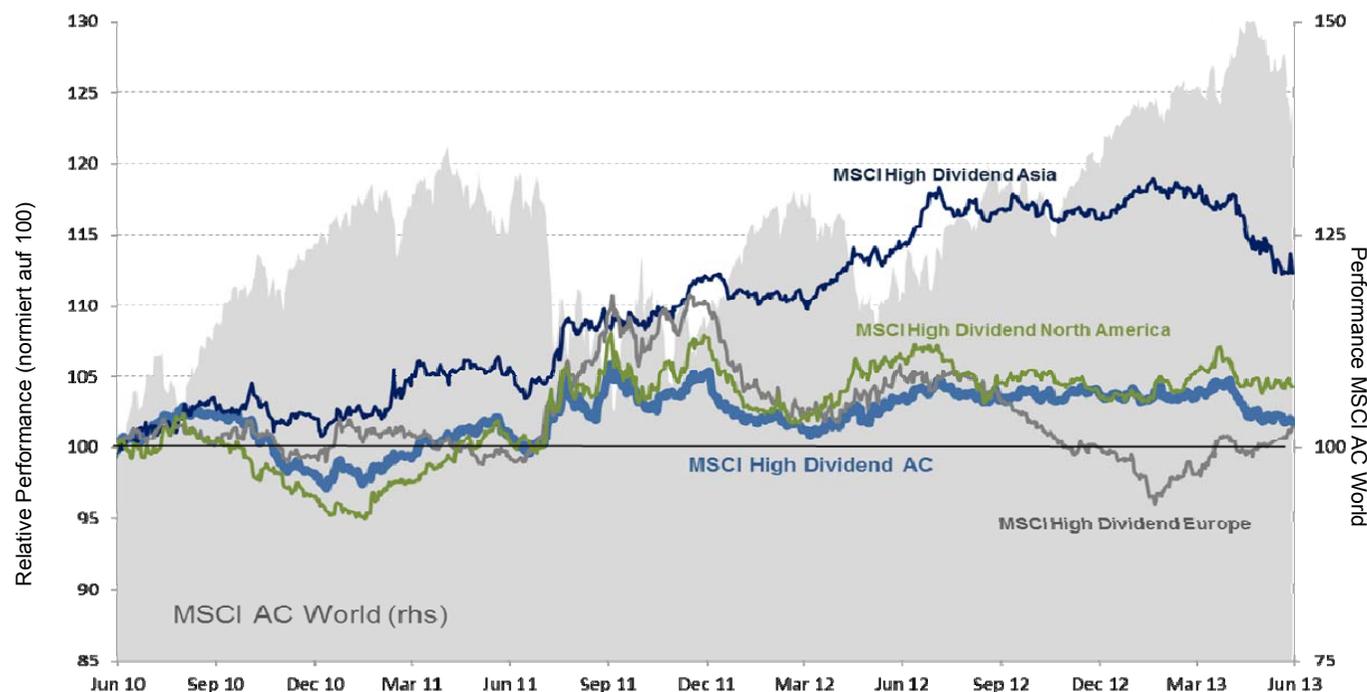
### Risparmi finanziari netti del Giappone in % del Pil



Se l'Abenomics funziona, il settore privato inizierà a spendere ed il disavanzo di bilancio migliorerà. Potrebbero tuttavia risultare avvantaggiati solo gli esportatori, a scapito del settore privato domestico. Resta quindi da vedere se l'Abenomics funzionerà nel lungo periodo.

## Overview a livello globale: performance relativa delle strategie a dividendo

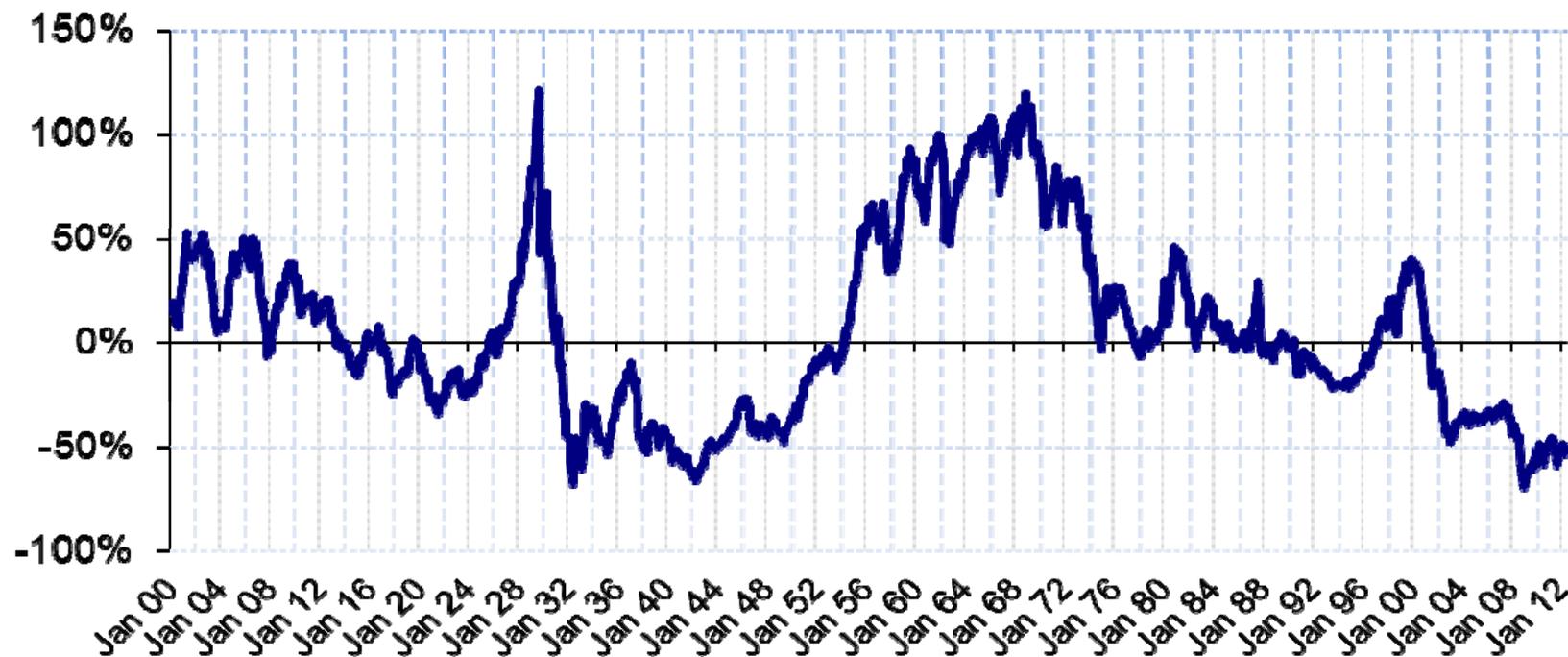
### Performance relativa indice MSCI High Dividend Yield vs. indice MSCI, ultimi 3 anni



Le strategie ad alto dividendo hanno generato i migliori risultati su un orizzonte a 3 anni, soprattutto in Asia, meno in Europa. Negli ultimi 12 mesi le strategie a dividendo hanno sottoperformato.

## La sottoperformance pluriennale delle azioni è giunta al termine?

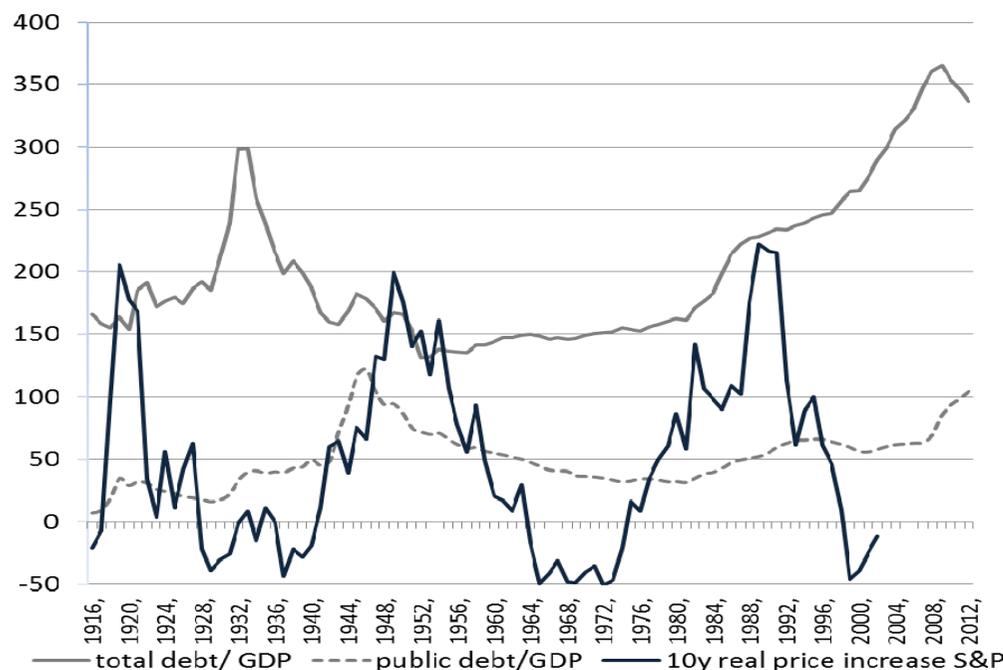
**S&P 500 / Indice obbligazionario US AAA rispetto al trend di lungo periodo, deviazione in %**



Il lungo periodo di sottoperformance delle azioni è diventato un argomento a favore delle azioni per gli investitori a lungo termine.

## L'elevato indebitamento del settore privato non rappresenta necessariamente un problema per i mercati azionari

### Debito totale e debito pubblico Usa / Pil vs. rendimenti azionari reali forward a 10 anni



Le azioni sono riuscite a registrare rendimenti superiori alla media in periodi di elevato indebitamento del settore pubblico. I periodi caratterizzati da un basso indice di indebitamento totale non sempre sono stati positivi per i mercati azionari.

Conclusione: le valutazioni e la risposta politica contano quando i livelli di indebitamento sono elevati.

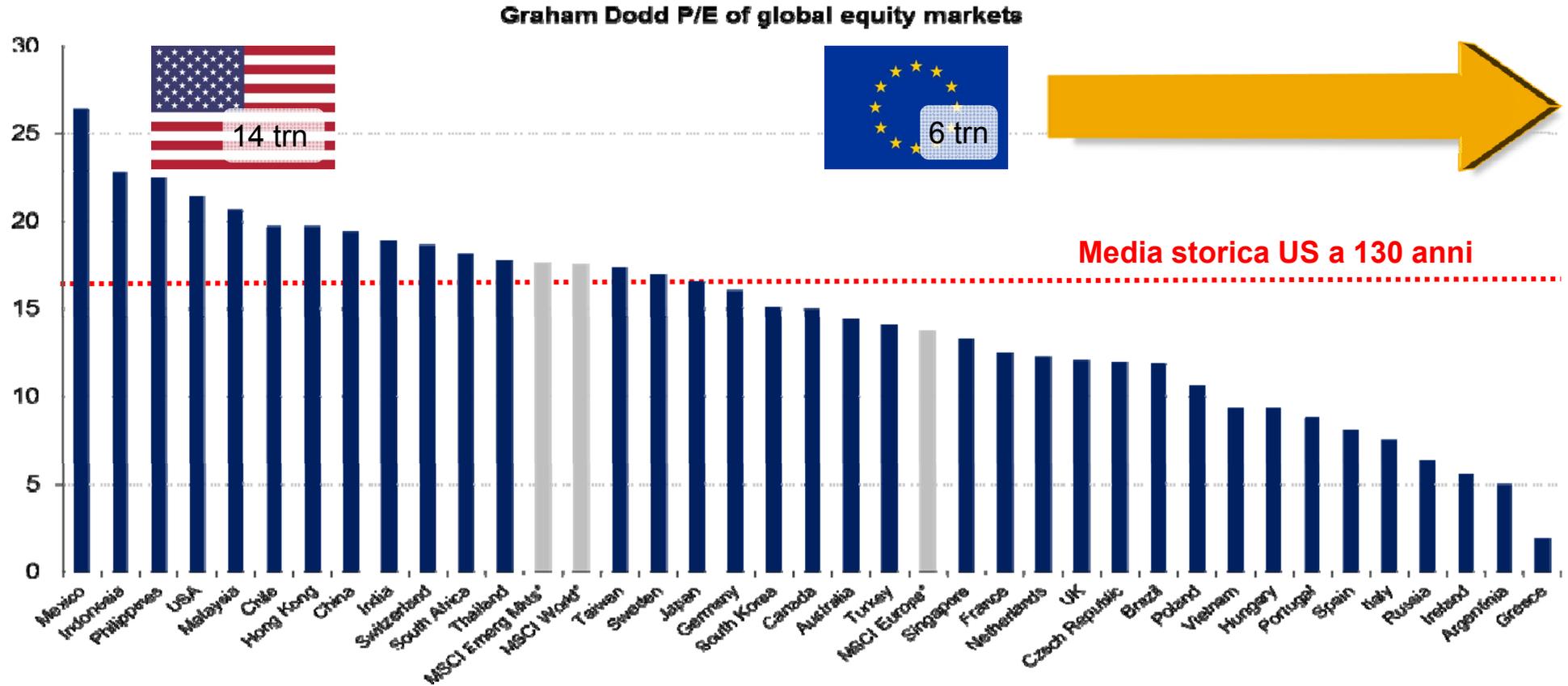
## Le valutazioni dei mercati azionari globali sono moderate

### P/E di Shiller dell'indice MSCI World



I titoli azionari globali non sono sopravvalutati. Le azioni europee appaiono particolarmente interessanti.

## Mercati azionari in sintesi: overview sulle valutazioni



Media a lungo termine US pari a 16 come punto di riferimento per i mercati sviluppati.  
P/E dei mercati sviluppati superiori a quelli dei mercati emergenti. Mercati UME particolarmente convenienti.



## Appendice

## L'Investment Forum di Allianz Global Investors

### Scopo e partecipanti

L'Investment Forum di Allianz Global Investors promuove un confronto sui principali trend dei mercati finanziari, allo scopo di analizzare il loro impatto sulle strategie di investimento a medio-lungo termine e le conseguenze per i clienti ed i portafogli.

L'Investment Forum vede la partecipazione di specialisti degli investimenti interni ed esterni, quali CIO provenienti da Stati Uniti, Asia ed Europa, esperti economisti ed altri membri del Global Policy Council (GPC).

Il dibattito sui temi di investimento a lungo termine ed sul loro impatto sui mercati dei capitali è moderato dal Global Policy Council di Allianz Global Investors. Al fine di ampliare i risultati della ricerca ed approfondire argomenti specifici nel dibattito sono coinvolti anche esperti esterni.

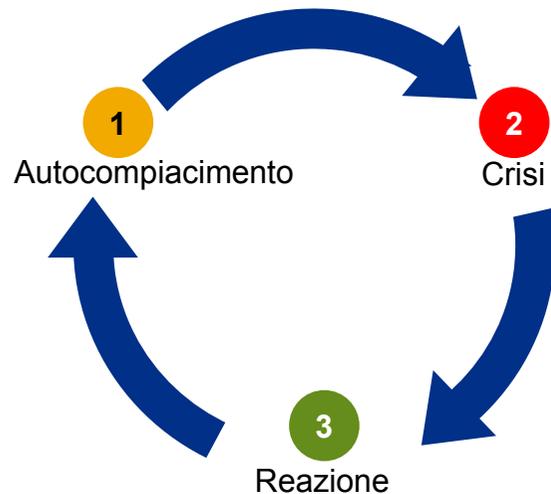


**Allianz**   
Global Investors

Understand. Act.

## Crisi dell'Eurozona: i fattori chiave – L'impegno sul fronte politico

### Spread Italia-Germania e ciclo politico

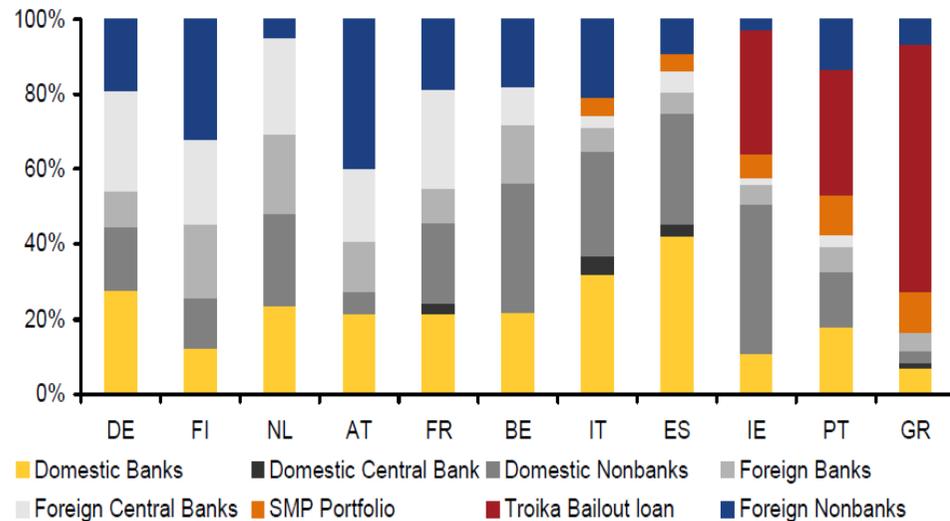


**Sul fronte politico sono stati compiuti molti passi avanti... ma sono necessarie continue conferme!**

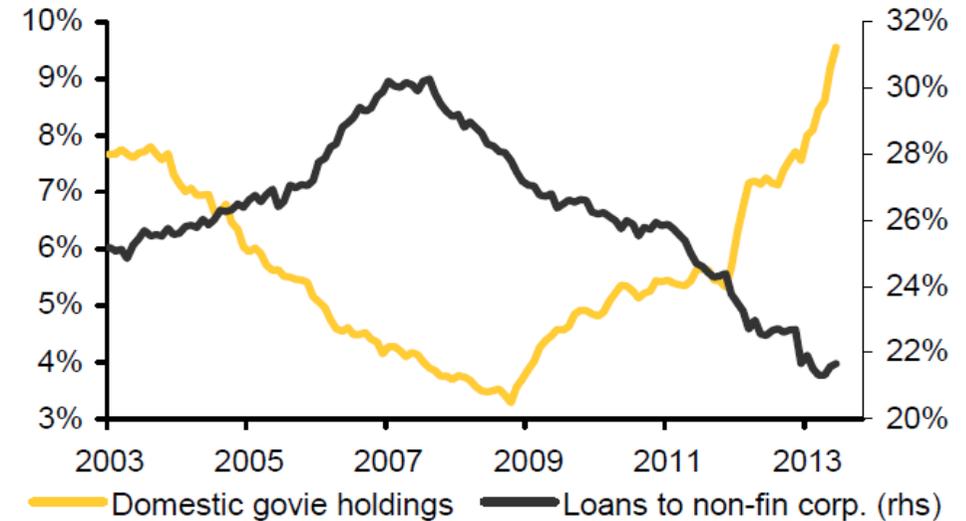
## Crisi dell'Eurozona: i fattori chiave – Dinamica della domanda di titoli governativi Euro

### Le profonde differenze nella struttura base degli investitori hanno implicazioni strategiche per gli spread dei titoli governativi

Debito pubblico detenuto dagli investitori, in % del totale, fine primo trimestre 2013



Banche spagnole e italiane: esposizione media al debito pubblico domestico e impieghi verso società non finanziarie, in % degli attivi bancari totali

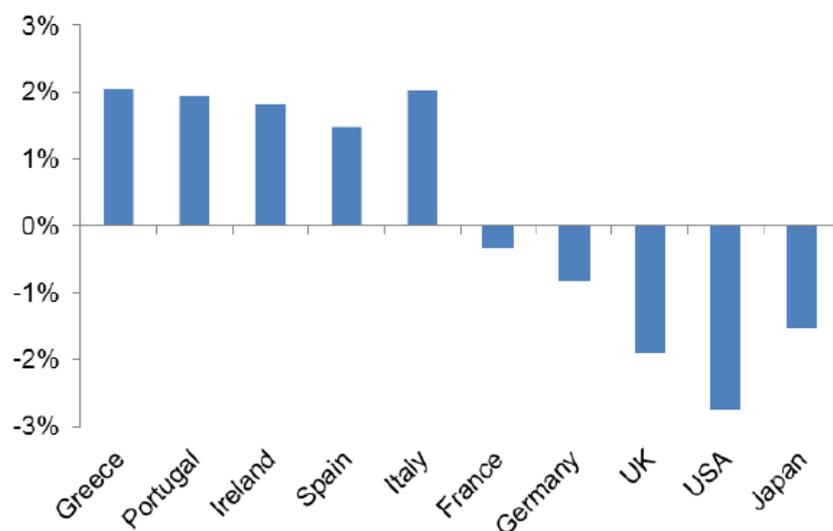


La base di investitori stabile e ben diversificata per i titoli Core e Semi-Core offrirà un supporto, quando la crescente esposizione delle banche dei paesi periferici al debito pubblico domestico raggiungerà probabilmente il limite.

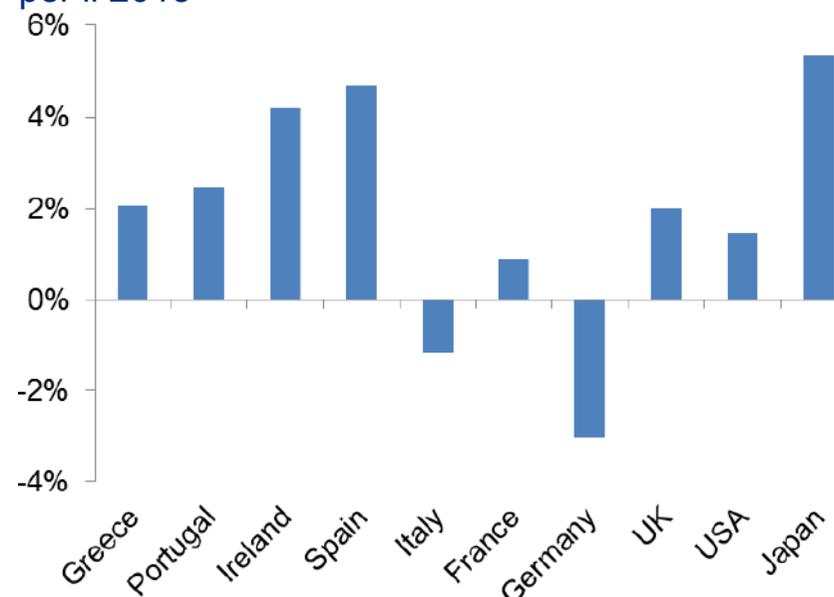
## Crisi dell'Eurozona: i fattori chiave – Analisi della sostenibilità del debito

### Avanzo primario (in % del Pil) necessario nell'ipotesi che gli attuali costi di finanziamento rimangano invariati

Avanzo primario (in % del Pil) necessario per stabilizzare l'indice di indebitamento



Avanzo primario (in % del Pil) necessario per stabilizzare l'indice di indebitamento rispetto all'avanzo primario stimato per il 2013



Con i rendimenti obbligazionari agli attuali bassi livelli, quasi tutte le economie dovrebbero riuscire a stabilizzare il proprio rapporto debito/Pil, purché: a) i rendimenti obbligazionari rimangano bassi b) i saldi primari dei bilanci pubblici continuino a migliorare.

## Disclaimer

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

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

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

Allianz Global Investors Europe GmbH ha stabilito una succursale in Italia - Allianz Global Investors Europe GmbH, Succursale di Milano, piazza Velasca 7/9 - 20122 Milano, soggetta alla vigilanza delle competenti Autorità italiane e tedesche in conformità alla normativa comunitaria. È vietata la duplicazione, pubblicazione o trasmissione dei contenuti del presente documento in qualsiasi forma.

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

**Le informazioni contenute in questo documento sono a scopo meramente illustrativo e non devono essere considerate alla stregua di previsioni, ricerche o consigli di investimento, né di una raccomandazione ad adottare alcuna strategia di investimento.**

Grazie



**Allianz**   
Global Investors

Understand. Act.