

Ricerca di rendimento nella crisi del debito sovrano dell'Area Euro

Gennaio 2012

Outlook 2012





Giordano Lombardo
Group Chief Investment Officer
Pioneer Investments

Ricerca di rendimento nella crisi del debito sovrano dell'Area Euro

Circa un anno fa sostenevamo che l'influenza del fattore politico nella gestione degli affari economici sarebbe stata durevole ed avrebbe pesato sulla crescita economica. In realtà, gli interventi messi in atto hanno peggiorato la situazione, avendo trasformato un caso di contabilità fraudolenta in un piccolo Paese della Zona Euro in un rischio di recessione globale.

Errori di gestione politica sono stati fatti in tutta la vicenda e hanno portato a cambiamenti di governo in diversi paesi, dopo elezioni generali o per dimissioni. L'incapacità di fornire soluzioni chiare e convincenti ha portato ad una situazione di stallo, in un contesto in cui i fattori politici hanno assunto un'importanza equiparabile ai fattori economici nell'influenzare i mercati finanziari. I fattori politici rimarranno dominanti anche nel 2012. L'esito della crisi, e quindi lo scenario economico e di mercato, sarà essenzialmente binario, ossia potrà migliorare o peggiorare in modo significativo rispetto allo scenario di base a seconda della soluzione trovata.

Scenario base: crescita economica mondiale moderata, trascinata ancora dagli Emergenti.

Nello scenario di base per il 2012 ci aspettiamo che la crisi del debito sovrano dell'Area Euro sarà gestita in modo adeguato, anche se periodi di turbolenza saranno ancora probabili. A nostro avviso le istituzioni europee avranno un ruolo chiave nell'evitare un'implosione dell'Area Euro, unitamente agli sforzi di rafforzamento fiscale dei principali paesi periferici. Riteniamo tuttavia che non avverrà una risoluzione definitiva della crisi nel corso del 2012, e che lo scenario più probabile sia la prosecuzione di soluzioni di carattere parziale, ma dirette verso una maggiore integrazione fiscale tra i paesi dell'area.

Secondo il nostro scenario di base, il Prodotto Interno Lordo crescerà a livello mondiale del 3% nel 2012. L'economia della Zona Euro potrebbe incorrere in una recessione o comunque in una debole crescita economica (intorno a 0,6% nel 2012), mentre negli Stati Uniti l'economia continuerà ad affrontare una crescita inferiore al trend di lungo periodo (ci aspettiamo una crescita di circa il 2% nel 2012) e con un'inflazione ancora sotto controllo la Federal Reserve confermerà una politica monetaria espansiva. Maggiore spinta alla crescita dovrebbe provenire dalle Economie Emergenti, dove le politiche degli ultimi due-tre anni, rivolte al contenimento dell'inflazione, potrebbero essere giunte a compimento. È il caso della Cina, dove il nostro scenario di base prevede un "atterraggio morbido" dell'economia.

Rischi principali: crisi dell'Euro irrisolta, "atterraggio duro" per l'economia cinese, forte rincaro del petrolio.

Prevediamo tre rischi principali per il nostro scenario base. Il primo è rappresentato da una crisi a pieno titolo dell'Euro, con alcuni paesi in default ovvero costretti ad uscire dall'Unione Monetaria e la manifestazione di una crisi del credito con impatto negativo sull'economia reale; il secondo fattore di rischio è la possibilità di un "atterraggio duro" dell'economia cinese, mentre l'ultimo fattore di rischio è legato al prezzo del petrolio. Il nostro scenario base prevede che il prezzo del petrolio resti pari a circa 100 \$ al barile, mentre un prezzo molto al di sopra potrebbe pesare sulla crescita mondiale.

visita www.pioneerinvestments.it →

For Investment Insight

Messaggio pubblicitario. Prima dell'adesione leggere il prospetto disponibile sul sito internet www.pioneerinvestments.it, presso gli intermediari collocatori e gli uffici dei promotori finanziari autorizzati. I rendimenti passati non sono indicativi di quelli futuri.

I dati contenuti nel documento sono forniti da Pioneer Investment Management SGRpA. Pioneer Investment Management SGRpA si riserva il diritto di modificare, in ogni momento, le analisi e le informazioni prodotte.

In questo panorama, il contesto per gli investitori rimane il più difficile degli ultimi venti anni. La probabilità associata agli scenari di rischio sopra evidenziati è a nostro avviso piuttosto bassa, ma occorre tenerne conto nelle decisioni di investimento, a causa della natura "binaria" dello scenario.

Azionario: posizione neutrale, favoriti i titoli con alto dividendo.

Partendo dallo scenario base, manteniamo una posizione neutrale sull'azionario globale, dove preferiamo i Mercati Emergenti e gli Stati Uniti all'Europa. Nell'investimento azionario il nostro approccio resta orientato alla selezione fondamentale, per identificare le società che potrebbero sfruttare meglio la crescita delle Economie Emergenti e quelle con stabili flussi di cassa che consentono di distribuire alti dividendi.

Obbligazionario: preferenza per credito di impresa e dei Paesi Emergenti.

Nell'obbligazionario, raccomandiamo una sottoesposizione ai cosiddetti "mercati obbligazionari governativi core", dove pensiamo che i rendimenti attuali non siano remunerativi. La nostra preferenza è per il mercato del credito di impresa, che potrebbe beneficiare anche di un contesto di crescita debole dell'economia e a nostro parere fornisce la migliore combinazione fra rendimento e rischio. A questo proposito, siamo positivi anche verso le obbligazioni di impresa dei Mercati Emergenti, dove il merito di credito resta solido e potrebbe anche trarre vantaggio da un rafforzamento delle valute locali.

Sul mercato dei cambi, prevediamo che l'Euro rimanga debole mentre la crisi del debito sovrano persiste, soprattutto se la BCE assumerà un ruolo più attivo nella sua gestione, adottando una politica monetaria ancora più accomodante. In questo scenario, il dollaro USA può essere meno indebolito da una politica monetaria estremamente espansiva e potrebbe offrire caratteristiche di protezione all'interno di un portafoglio con esposizione alle attività di rischio (credito).



visita www.pioneerinvestments.it →

For Investment Insight

Messaggio pubblicitario. Prima dell'adesione leggere il prospetto disponibile sul sito internet www.pioneerinvestments.it, presso gli intermediari collocatori e gli uffici dei promotori finanziari autorizzati. I rendimenti passati non sono indicativi di quelli futuri.

I dati contenuti nel documento sono forniti da Pioneer Investment Management SGRpA. Pioneer Investment Management SGRpA si riserva il diritto di modificare, in ogni momento, le analisi e le informazioni prodotte.

Idee di investimento per il 2012

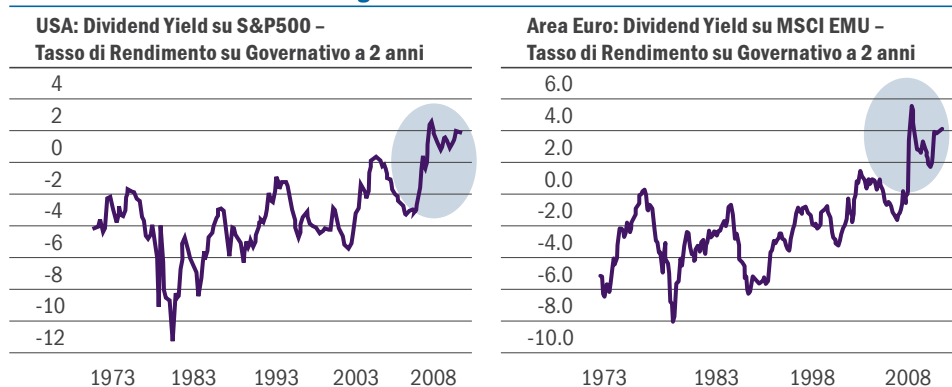
L'alternarsi di fasi di propensione e avversione al rischio caratterizzerà anche il 2012.

- Il 2012 sarà caratterizzato da un contesto di investimento difficile con l'evoluzione della crisi dell'Area Euro cruciale per i mercati finanziari, anche se riteniamo che le attività a rischio, l'azionario e l'obbligazionario d'impresa, offrano interessanti opportunità d'investimento per gli investitori con orizzonte temporale lungo.
- In questo contesto, crediamo che le decisioni di investimento si baseranno principalmente su considerazioni di rischio, con l'alternarsi frequente di episodi di elevata volatilità e elevata correlazione (il cosiddetto Risk on / Risk off).
- Un approccio dinamico alla strategia generale di asset allocation rimarrà essenziale, soprattutto per gestire attivamente i vari rischi che si presenteranno al nostro scenario base. Qui di seguito riportiamo le nostre raccomandazioni, coerenti con questo scenario.

Azionario: Neutrale

Anche se storicamente le valutazioni azionarie appaiono interessanti rispetto alle obbligazioni governative dei mercati centrali (cosiddetti "core"), siamo consapevoli che la crisi del debito sovrano possa minare le prospettive di crescita economica globale a causa della possibilità di ulteriori esitazioni nella gestione politica. Per questa ragione manteniamo una posizione neutrale sull'azionario globale, ma riconosciamo che ci potrebbero essere opportunità per strategie direzionali di ordine tattico da attuare durante l'anno.

Confronto tra rendimento obbligazioni e dividendi azionari



Fonte: Bloomberg, FactSet, Standard & Poor's, Pioneer Investments Global Asset Allocation Research.
Dati al 31 dicembre 2011.

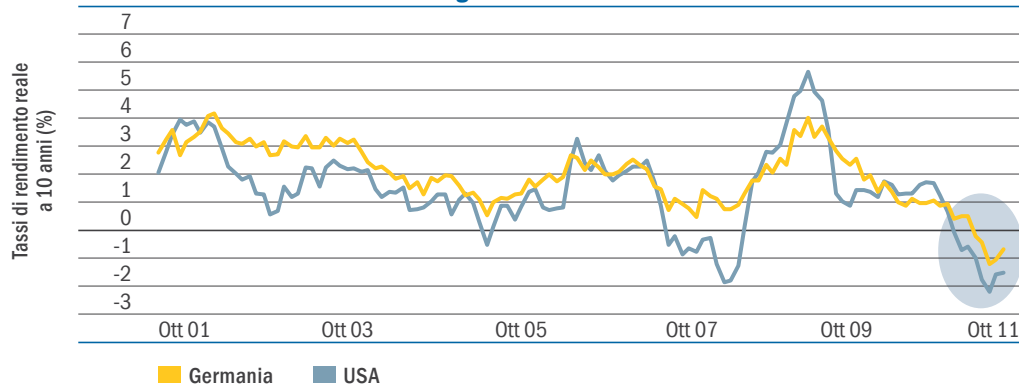
Manteniamo il sottopeso sui mercati azionari dell'Area Euro al persistere della crisi dei debiti sovrani.

Dal momento che i rischi di recessione economica nell'Area Euro sono più alti rispetto agli Stati Uniti ed ai Mercati Emergenti, confermiamo un sottopeso sui mercati azionari della Zona Euro, a fronte di un sovrappeso negli Stati Uniti e nei Mercati Emergenti. I dati sugli utili per azione previsti per il 2012 confermano la nostra posizione. In particolare, le previsioni per le aziende europee sono al momento inferiori a quelle relative alle altre due aree. La nostra analisi fondamentale sui mercati azionari cinesi sottolinea la loro sottovalutazione. Solo in caso di forte deterioramento della situazione attuale potremmo concludere che il mercato non è più attraente. I titoli finanziari sono ancora più sottovalutati rispetto al resto del mercato cinese. Nell'investimento azionario il nostro approccio resta orientato alla selezione sulla base dei fondamentali, per identificare le società che potrebbero sfruttare meglio la crescita delle Economie Emergenti e quelle con stabili flussi di cassa che consentono di distribuire alti dividendi.

Obbligazioni governative: Sottopeso

Riteniamo che i mercati centrali siano poco attraenti poiché i rendimenti reali (al netto dell'inflazione) sono negativi. Essi riflettono anzitutto un elevato livello di avversione al rischio, che dovrebbe scemare quando gli investitori presteranno maggiore attenzione ai fondamentali di singoli Paesi. Sotto questo aspetto i rendimenti non sono coerenti con le nostre aspettative positive sulla crescita globale e sui prezzi al consumo.

Rendimenti reali sui mercati obbligazionari di riferimento



Fonte: Bloomberg. Dati al 30 Novembre 2011.

Le obbligazioni di Paesi periferici dell'Area Euro possono offrire selettive opportunità di investimento.

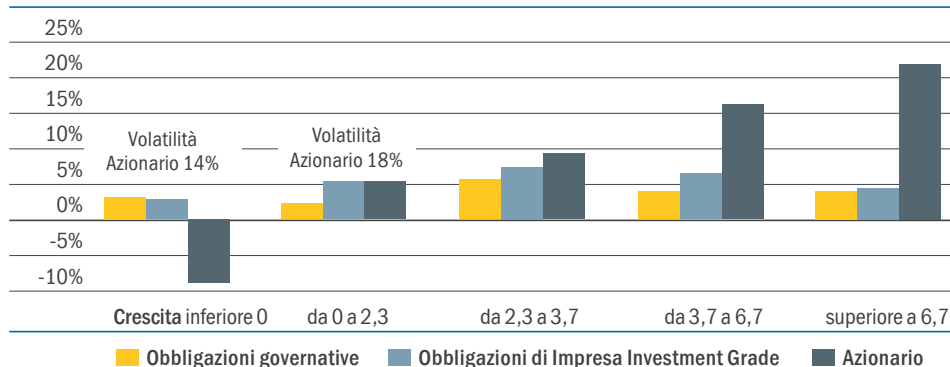
Con riferimento ai titoli di Stato dell'Area Euro, prevediamo che la BCE continui a supportare la liquidità nel settore finanziario, influenzando indirettamente la stabilità del mercato dei titoli di Stato. Questo elemento, insieme agli sforzi di risanamento fiscale dei Paesi Europei e ad azioni a favore di un maggiore coordinamento tra i governi per una soluzione positiva della crisi, dovrebbe favorire una riduzione dei premi al rischio emittente. Questa nuova impostazione e una fiducia gradualmente in ripresa da parte del mercato verso gli sforzi di risanamento fiscale dei Paesi Europei dovrebbe favorire una riduzione dei premi al rischio emittente. In questo clima, i titoli di Stato dei Paesi periferici potrebbero offrire buone opportunità di investimento.

Credito: favorite le obbligazioni di impresa in uno scenario di debole crescita economica.

Obbligazioni di impresa: Sovrappeso

L'analisi storica mostra che, in un ambiente di bassa crescita, le obbligazioni di impresa ottengono performance solo lievemente inferiori a quelle dell'azionario.

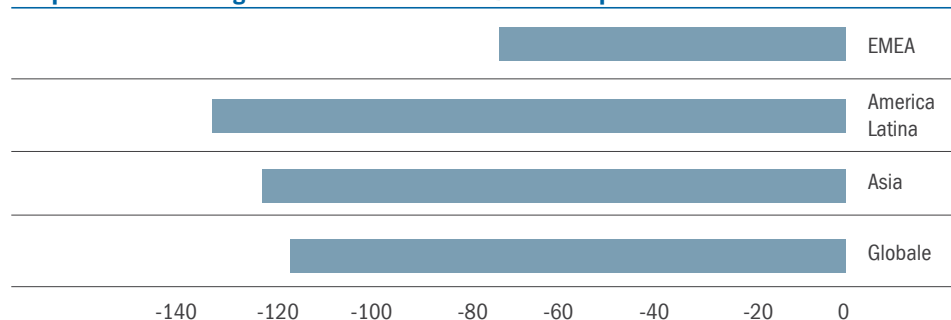
Performance delle classi d'investimento



Fonte: Bloomberg. Performance media nelle diverse fasi di crescita. Orizzonte temporale: 1948-2011. MSCI All countries, JPM Global, US Investment Grade.

Negli Stati Uniti, l'aumento dei premi al rischio è stato il risultato di un'avversione al rischio molto alta, effetto della crisi del debito sovrano nell'Area Euro, mentre la maggioranza delle aziende ha attuato efficaci politiche di ristrutturazione e miglioramento dei margini. Le obbligazioni ad alto rendimento (ovvero con più basso merito di credito) sono state eccessivamente colpite da questo contesto difficile e possono fornire opportunità di acquisto selettivo. Nell'Area Euro, il settore finanziario rappresenta una percentuale alta tra le emissioni presenti sul mercato ed è direttamente penalizzato dalla crisi del debito sovrano. Crediamo che gli sforzi della BCE e di altre banche centrali tesi ad evitare eventuali carenze di liquidità delle maggiori banche siano da guardare con favore ed offrono opportunità di acquisto selettive proprio sul settore a condizioni ragionevoli di rischio. Nel settore non finanziario, le aziende restano impegnate in sane politiche di bilancio e ciò dovrebbe determinare nel tempo un calo del premio al rischio. Le obbligazioni dei Paesi Emergenti, sia governative che di impresa, saranno sostenute da fondamentali forti, come un miglioramento dei parametri fiscali e delle posizioni con l'estero (aumento riserve valutarie). Questi elementi non sono a nostro avviso del tutto incorporati nei prezzi e nei premi al rischio e per questo prevediamo un buon andamento per questa classe di attività nel 2012.

Spread Paesi Emergenti: Differenza tra Fair Value* e Spread recenti



Fonte: Forecast of Pioneer Investments Global Asset Allocation Research su dati JP Morgan Markets e Bloomberg. Dati al 15 dicembre 2011. *Il Fair Value è calcolato su indicatori fondamentali economici e finanziari.

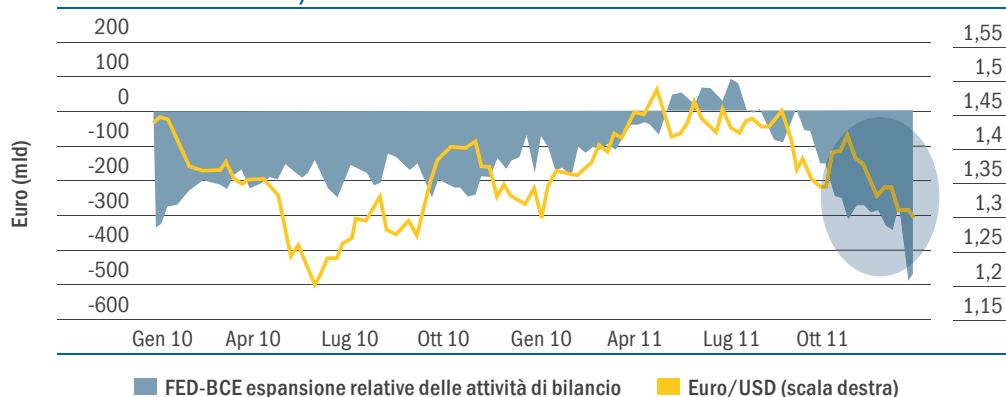
*Euro sotto pressione
ma apprezzamento
del Dollaro USA limitato.*

Valute: tra Euro e Dollaro USA una sfida a chi è più debole

I problemi persistenti nell'Area dell'Euro peseranno sull'Euro: sia gli ulteriori tagli ai tassi di riferimento che il probabile ruolo più attivo della BCE nei mercati dei titoli di Stato limiteranno l'attrattiva dell'Euro come possibile alternativa al dollaro, il quale anzi potrebbe beneficiare dello status di valore rifugio come lo yen. Tuttavia, il deprezzamento dell'Euro sul Dollaro USA sarà limitato da una crescita relativamente debole dell'economia statunitense, che potrebbe portare a un terzo programma di espansione quantitativa da parte della Federal Reserve.

In questo scenario, il Dollaro USA può essere utilizzato come copertura in un portafoglio con esposizione ad attività rischiose per effetto di un ritrovato valore rifugio nella recente crisi.

Tasso di cambio Euro/USD



Fonte: Fed, ECB, Pioneer Investments Global Asset Allocation Research. Dati al 31 dicembre 2011.

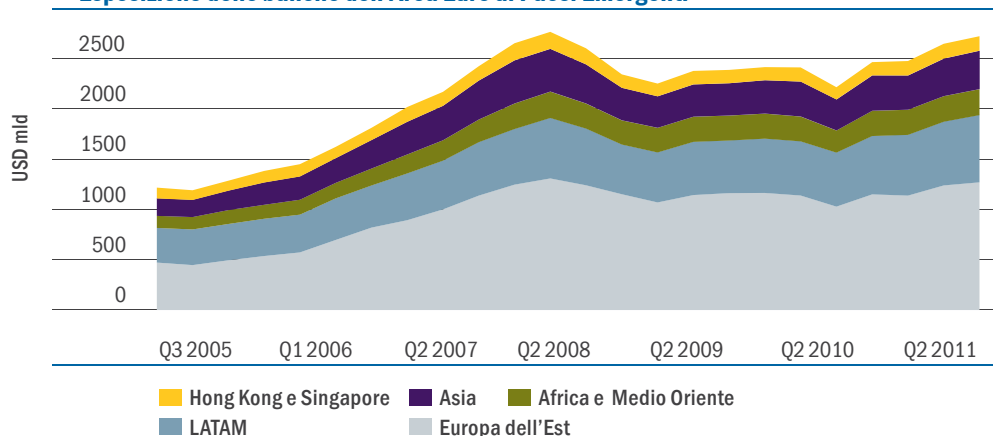
Crediamo anche che lo Yen giapponese rimarrà forte nei prossimi mesi a causa di frequenti fasi di avversione al rischio che privilegeranno i beni rifugio rispetto alla ricerca di maggiori remunerazioni. In questo clima gli interventi unilaterali della banca centrale nipponica dovrebbero avere scarsa efficacia, ma non sono da escludere.

Valute dei Paesi Emergenti favorite nel medio termine.

Dall'altra parte, nel medio periodo le valute dei Mercati Emergenti saranno i principali beneficiari delle politiche dei tassi zero adottate dalle banche centrali dei Paesi Sviluppati; esse possono anche beneficiare del miglioramento globale del ciclo economico e dell'attenuazione del clima di incertezza.

L'incremento dell'esposizione delle banche dell'Area Euro ai Paesi Emergenti rende tuttavia questi ultimi vulnerabili al processo di deleveraging.

Esposizione delle banche dell'Area Euro ai Paesi Emergenti



Fonte: BIS, Pioneer Investments Global Asset Allocation Research. Dati al 2° trimestre 2011.

Il nostro Investment Phazer*

Crescita degli utili vicina alla tendenza di lungo periodo e bassa inflazione favoriscono le obbligazioni di impresa.

Crescita degli utili

La crescita degli utili è stata confermata dagli ultimi risultati trimestrali pubblicati dalle imprese ed è stata solo marginalmente influenzata dall'attuale rallentamento economico. La nostra previsione è che tale crescita continui ad un livello vicino alla tendenza di lungo periodo.

Inflazione attesa

Prevediamo che l'inflazione si mantenga su livelli contenuti e inferiori alla tendenza di lungo periodo.

La mappa del ciclo economico - Phazer



(*) I dati sulla crescita degli utili USA e sull'inflazione USA sono analizzati con un modello statistico proprietario per ottenere quattro diverse fasi economiche. Fonte: Pioneer Investments Global Asset Allocation Research. Dati al 20 Dicembre 2011.

Strategia Conseguente

Negli ultimi 130 anni, scenari contrassegnati da crescita degli utili sopra la media e inflazione attesa inferiore alla media hanno favorito mercati ciclici come l'azionario e l'obbligazionario di impresa. Tuttavia, nell'attuale fase caratterizzata da crescita degli utili prossima alla media e incertezza diffusa, è opportuno contenere il rischio, in particolare sull'azionario; le obbligazioni d'impresa dovrebbero mostrare migliore tenuta in uno scenario di moderata crescita.

Scenari Alternativi

Non prevediamo una double dip perché i Mercati Emergenti dovrebbero continuare a sostenere la crescita mondiale. Tuttavia, l'esigenza di ridurre il debito (deleveraging) sia nel settore delle famiglie che nel settore pubblico delle Economie Sviluppate dovrebbe pesare sulla dinamica di crescita dei prossimi anni. Questa considerazione rende opportuna l'esposizione tattica alle asset class percepite come beni rifugio.

Asset class	Stretta	Crisi	Forza	Espansione
Equity	Sell		Buy	Buy
Government Bond		Buy	Sell	Sell
Corporate Bond	Sell		Buy	
Cash	Buy		Hold	Sell

www.pioneerinvestments.it

