

Breve analisi

L'anno inizia in modalità "risk on",... durerà riguardo all'Area Euro?

Dall'inizio dell'anno ci sono state buone notizie: per la Grecia, il lancio del programma di scambio del debito e l'accordo sul secondo piano di aiuti; per le banche, l'accesso alla liquidità di lungo termine (il programma LTRO della BCE) e la scomparsa del rischio di fallimento; per l'economia, una stabilizzazione degli indicatori principali di mercato. Diverse buone ragioni per aumentare il rischio nei portafogli e trarre profitto – almeno temporaneamente – della valorizzazione del mercato che è spesso molto interessante.

Disciplina di bilancio in Europa: la strada della credibilità sarà lunga. Il mancato rispetto del Patto di Stabilità, la limitata governance e le varie violazioni della disciplina di bilancio hanno avuto un impatto sulla credibilità dell'Area Euro. Certamente, i deficit non sono necessariamente alti quanto quelli del Giappone o degli USA, ma per gli investitori la capacità di ridurli nell'Area Euro sembrerebbe limitata. Il nuovo meccanismo di controllo macroeconomico è un primo passo verso una migliore governance. Altri errori non sono possibili.

Tempi difficili nell'Area Euro: disequilibri e competitività al cuore del problema. Contrariamente agli USA, l'Area Euro non è un'unione completa monetaria, dato che manca l'integrazione fiscale. Questo è il motivo degli squilibri interni ed esterni (costi unitari del lavoro, competitività, debito e deficit esterni) hanno alla fine avuto un impatto contrario sulla stabilità dell'intera Area Euro. Ma tra tutte le variabili, due emergono soprattutto: il peggioramento simultaneo del deficit corrente e del costo di competitività – quali ultimi segnali di una crisi imminente.

Spagna e Italia: le previsioni e le traiettorie di crescita si sono diversificate tra i due paesi. La riduzione delle tensioni finanziarie e la stabilizzazione degli indicatori principali hanno alimentato uno scenario di recessione moderata nell'Area Euro. Ciononostante sono aumentate le disparità nelle previsioni di crescita tra i paesi EMU. In particolare, rivediamo al ribasso le previsioni di crescita per Italia e Spagna. Questi paesi hanno una situazione economica e di bilancio differente. L'Italia è comunque in una situazione migliore.

Portogallo: ancora problemi. Il pacchetto di salvataggio finanziario del Portogallo stabilito nel maggio scorso, pari a 78 miliardi di Euro per il periodo 2011-2014, è probabile che non sarà sufficiente. Altri problemi sono all'orizzonte in termini di superamento degli obiettivi di deficit e bisogni addizionali di finanziamento. Abbiamo dei dubbi che il Portogallo potrà accedere al mercato di capitali a fine 2013, come pianificato dalla Troika. Un secondo pacchetto potrebbe essere necessario, fino a quando la situazione rimarrà difficile.

Giappone: il deficit commerciale potrebbe influenzare i titoli di stato giapponesi (JGB) e lo yen? Il deficit commerciale alimenta le speculazioni su un peggioramento dello scenario per lo yen e i titoli di stato giapponesi (JGB). Lo yen ha iniziato a soffrire progressivamente l'easing quantitativo, associato alle paure di un degrado dei titoli di stato. D'altra parte, una massiccia vendita di obbligazioni giapponesi sembra improbabile per almeno due ragioni. I conti correnti rimangono in attivo e gli investitori domestici dovrebbero preferire gli attivi domestici nei loro portafogli.

Il piano di finanziamento LTRO è stato determinante nel ridurre il rischio sistemico ed evitare un robusto credit crunch in Europa, specialmente nei paesi periferici. Il messaggio della BCE è chiaro: nessuna banca fallirà grazie all'iniezione di liquidità, e le banche avranno tre anni per ridurre la dimensione dei loro bilanci e la loro dipendenza strutturale dal mercato di capitali.

Rimbalzo del credito: le tendenze della domanda e dell'offerta sembrano sempre più favorevoli. Dopo aver raggiunto livelli record di spread a novembre, i mercati del credito si sono riposizionati e sono stati in linea con le classi d'attivo meglio performanti negli ultimi due mesi. I fondamentali del credito e le valutazioni sono stati favorevoli nell'ultimo trimestre 2011, ma l'effetto di cambiamento reale che ha portato recentemente a una riduzione rapida degli spread è stato dato dai migliori fattori tecnici, innescati a turno dal comportamento della BCE.

Settore Metalli e minerario, un settore di successi a medio termine. Dopo un'ampia sotto performance nel 2011, l'indice MSCI Metal & Mining World AC si è ripreso dall'inizio dell'anno sulla scia dei dati macro, valutazioni interessanti e positive notizie provenienti da un'annunciata ristrutturazione nell'acciaio, alluminio, carta e il ritorno di operazioni di M&A (Merger & Acquisition). I dati macroeconomici cinesi rimangono determinanti per un ripresa di lungo termine del settore.

I premi al rischio giustificano una graduale riallocazione verso le azioni: La riduzione del rischio ha permesso un rimbalzo dei mercati azionari. Il premio al rischio, che nell'ottobre 2011 negli USA aveva raggiunto i livelli della crisi dei subprime, si è ridotto. È ancora intorno a due della standard deviation dalla sua media in molti mercati. I premi al rischio non sono certo una misura della tempistica ma mettono in evidenza un pacchetto di titoli tra attivi rischiosi e attivi supposti senza rischio. All'attuale livello, suggeriscono una continuazione dell'andamento positivo dei mercati azionari iniziato nell'ultimo trimestre 2011.

Prospettive macroeconomiche

MESE PRECEDENTE		MARZO		
America	<p>Stati Uniti: Crescita più solida negli USA rispetto all'Area Euro (ma debole, considerando le politiche avviate: tasso d'interesse pari a zero, Quantitative Easing, deficit fiscale, ecc.). Tassi a breve bassi per tutto il 2012. La Fed ha rivisto al ribasso le sue previsioni di crescita: pari a 1,7% per il 2012 e 2,5% per il 2013.</p> <p>America Latina: L'indebolimento delle valute nel 2011 è un elemento favorevole alla crescita...mentre le economie rallentano molto. Le politiche economiche sono piuttosto procicliche.</p>	<p>Fattori di rischio:</p> <p>Stati Uniti: nessuna conferma della recente ripresa del settore immobiliare (timido) e del mercato del lavoro (più netto), prezzi del petrolio</p>	<p>Stati Uniti: Crescita solida a fine 2011 (creazione di posti di lavoro migliore di quanto previsto). La Fed ha annunciato che conserverà i tassi a livelli eccezionalmente bassi fino al 2014. Ribasso dell'inflazione da 3,9% in settembre al 3% di dicembre... ribasso progressivo verso un 2% atteso => Probabile revisione al rialzo delle previsioni di crescita.</p> <p>America Latina: Rallentamento della crescita e dell'inflazione. Maggiore stabilizzazione dell'attività in Brasile grazie al miglioramento del contesto mondiale e agli effetti delle politiche monetarie più accomodanti (la riduzione dei tassi permette di contenere l'apprezzamento del Real). => Continuare a favorire i paesi a crescita autonoma, con margini di manovra di rilancio...</p>	<p>Fattori di rischio:</p> <p>Stati Uniti: nessuna conferma della recente ripresa del settore immobiliare (timido) e del mercato del lavoro (più netto), prezzi del petrolio.</p> <p>Brasile: impatto della riduzione dei tassi e dell'aumento dei salari sull'inflazione.</p>
Europa	<p>Area Euro: Scenario centrale: Nessuna ricaduta della recessione (double dip) ... recessione debole (-0,2% per l'Area nel 2012). Tassi a breve bassi per tutto il 2012. La riduzione dei tassi programmata nel primo semestre (0,50%) è meno necessaria tenuto conto degli apporti di liquidità (LTRO). Crisi del debito: passaggio dallo "scenario di stallo" allo "scenario di easing". Sviluppo necessario da una "crisi di debito" a un "problema di debito": differenziare tra paesi/settori/classe d'attivo, valutazioni relative, scaglionamento del rischio, ecc. => accrescere la parte degli attivi rischiosi dell'Area Euro (azioni e credito).</p> <p>Regno Unito: Calo delle previsioni di crescita per il Regno Unito... prospettive di un nuovo QE (la Bank of England annuncia il mantenimento di un "output gap" elevato e un alleggerimento delle pressioni inflazionistiche).</p>	<p>Fattori di rischio: credito bancario, la crisi del debito sovrano (situazione attuale della Grecia, potenziale ritorno del contagio), recessione del Regno Unito.</p>	<p>Area Euro: Previsione di crescita 2012 rivista a -0,2% (indebolimento più pronunciato in Italia). Crescita negativa nel quarto trimestre per la Germania e per l'Area Euro, ma ancora positiva in Francia (consumi e investimenti). La diminuzione dello stress finanziario è favorevole alla crescita... Ma le tensioni sul credito bancario continuano => Restare in modalità "risk on".</p> <p>Regno Unito: Forte diminuzione delle previsioni di crescita (da parte di Amundi, FMI, delle banche, ecc.).</p> <p>Russia: L'inflazione rimane debole e la domanda interna resta relativamente robusta... ma la crescita esiterà indubbiamente verso la fine dell'anno. Il PIL è ritornato sui livelli del 2008.</p>	<p>Fattori di rischio: credito bancario, la crisi del debito sovrano (situazione attuale della Grecia, potenziale ritorno del contagio), recessione del Regno Unito.</p>
Asia	<p>Leggero rallentamento della crescita nei principali paesi asiatici</p> <p>Giappone: La ricostruzione è in atto, anche se a un ritmo lento. La Bank of Japan manterrà probabilmente la sua politica di tassi pari a zero. Caduta dell'avversione al rischio=>yen più debole.</p> <p>Cina: Il settore immobiliare cinese e il debito globale rimane una preoccupazione. L'inflazione è in discesa e la politica monetaria è pro-ciclica => Consigliamo di favorire i paesi a crescita autonoma, con margini di manovra di rilancio...</p>	<p>Fattori di rischio: settore immobiliare in Cina, contagio generalizzato nei paesi emergenti se dovesse estendersi la crisi del debito sovrano.</p>	<p>Giappone: Il deterioramento della bilancia commerciale non danneggia lo Yen o i titoli di stato giapponesi. La crescita del PIL sarà di circa l'1,7% nel 2012.</p> <p>Cina: Revisione al ribasso delle previsioni di crescita ufficiali (7,5% nel 2012)... Il rallentamento dell'attività in Cina rimane moderato e la tendenza attuale è ancora al di sopra delle nostre previsioni (8,4% nel 2012 e 8% nel 2013). L'inflazione cinese è ai più bassi livelli da 20 mesi (3,2% su un anno), dando un occhio al prezzo di petrolio e ai beni alimentari, in rialzo negli ultimi mesi. Continua il ribasso dei tassi di riserva delle banche (-100bp nei prossimi 3 o 4 mesi) => Consigliamo di favorire i paesi a crescita autonoma, con margini di manovra di rilancio...</p>	<p>Fattori di rischio: settore immobiliare in Cina, contagio generalizzato nei paesi emergenti se dovesse estendersi la crisi del debito sovrano.</p>

Fattori di rischio e strategie d'investimento di Amundi

MESE PRECEDENTE			MARZO		
Rischio 1: Liquidità delle banche	Fattore di rischio in diminuzione dopo le decisioni della BCE (LTRO), almeno per le banche più solide: forte riduzione delle esposizioni ai titoli del debito sovrano, accesso più facile alla liquidità, valutazioni interessanti =>esposizione crescente al debito senior delle banche europee	Basso rischio	Fattore di rischio decrescente, nonostante le decisioni di Moody's che hanno influenzato i rating di medio e lungo termine di alcune banche =>ulteriori aumenti dell'esposizione al debito senior delle banche europee	Basso rischio	
Rischio 2: Emissioni di debito sovrano europeo	Le emissioni di titoli di stato hanno avuto un buon successo... La presenza degli investitori internazionali è richiesta... ciò darà un forte segnale =>riduzione del livello di questo rischio	Rischio Debole	Seconda operazione di LTRO = buona notizia per i mercati finanziari e per i timori di rischio di fallimento bancario. Buon successo delle aste di titoli... la presenza degli investitori internazionali in alcune aste. Le banche spagnole e italiane riacquistano il loro debito sovrano =>riduzione del livello di questo rischio.	Rischio debole	
Rischio 3: Misure per contrare la crisi	Diverse misure annunciate a dicembre, necessità di seguire le decisioni e gli atti => i rischi di contagio sono diminuiti.	Rischio Moderato	Pubblicazione in febbraio del primo "Rapporto sul meccanismo di allerta" che espone i disequilibri interni ed esterni... più di 2/3 dei paesi dell'UE sono sotto osservazione => gli europei si sono alla fine convinti che la Grecia è un caso a parte, da trattare in modo separato. Un fattore di peso per evitare il contagio	Rischio moderato debole	da a
Rischio 4: debito greco	Le negoziazioni tra le banche e la Grecia hanno raggiunto un accordo, permettendo di evitare il fallimento di Atene a marzo (obbligo di rimborsare 14mld di Euro il 20 marzo, 8 mld il 18 maggio e 7,7 mld il 20 agosto) => restare al di fuori di Grecia e Portogallo	Rischio Moderato	Nono piano di austerità in Grecia. Accordo tra gli europei per sbloccare una nuova tranche di aiuti. Accordo tra i creditori privati e lo stato greco (avvio del PSI terminato il 9 marzo) =>anche se la situazione di Atene migliori, rimanere al di fuori di Portogallo e Grecia (rendimento/rischio non attraente)	Rischio moderato debole	da a
Rischio 5: Contagio globale	Contagio alle banche, agli altri titoli sovrani Euro e ai paesi emergenti (forte deleveraging e fallimento disordinato della Grecia) => questo rischio di contagio perde terreno	Rischio Moderato	Buone notizie in materia di crescita (USA, paesi emergenti) e impiego dei margini di manovra (soprattutto Cina) = rischio minore, almeno a breve termine. Stabilizzazione dell'attività economica in Germania => questo rischio di contagio non è più in primo piano.	Rischio moderato debole	da a

TIPO DI PORTAFOGLIO	STRATEGIE DI INVESTIMENTO DI AMUNDI
PORTAFOGLI AZIONARI	<ul style="list-style-type: none"> ● Accrescere il rischio nei portafogli azionari. ● Ritornare sui titoli finanziari di qualità (eliminazione del rischio di bancarotta). ● Accrescere il rischio nelle azioni, soprattutto quelle dell'Area Euro e dei paesi emergenti.
PORTAFOGLI OBBLIGAZIONARI	<ul style="list-style-type: none"> ● Accrescere il livello di rischio ● Accrescere l'esposizione ai debiti senior delle banche europee, piuttosto sui segmenti a breve termine. ● Accrescere il rischio tra i debiti sovrani periferici ad esclusione di Grecia e Portogallo ● Ridurre la sovraesposizione ai paesi principali (core) dell'Area Euro. ● Accrescere il rischio sulle obbligazioni corporate.
PORTAFOGLI DIVERSIFICATI	<ul style="list-style-type: none"> ● Mantenere il sovrappeso sia sui titoli azionari USA sia emergenti. ● Mantenere il sovrappeso sul credito europeo, sul credito high yield europeo e USA. ● Mantenere le posizioni sugli investimenti "decorrelati": Volatilità, Oro. ● Aumento misurato delle posizioni sui finanziari europei, rimanendo molto selettivi. ● Riduzione delle posizioni sui monetari.

DISCLAIMER

Il presente documento è distribuito unicamente a scopo informativo.

Le informazioni in esso riportate non costituiscono un'offerta ad acquistare o una sollecitazione a vendere nessuna azione o quota di qualsiasi fondo cui si fa riferimento né nessun servizio, da parte o per qualunque soggetto in tutte le giurisdizioni in cui tale offerta, sollecitazione o distribuzione sia illegale, o in cui la persona che presenta tale offerta o sollecitazione non sia qualificata per farlo, o nelle giurisdizioni in cui sia illegale rivolgere tale offerta o sollecitazione al destinatario. Se non è diversamente indicato, tutte le opinioni espresse sono in ogni momento soggette a cambiamento, in base al mercato e ad altre condizioni, e non è possibile assicurare che i Paesi, i mercati o i settori registrino le performance attese.

Il valore dell'investimento e il suo rendimento potrebbero perciò diminuire così come aumentare e gli investitori potrebbero perdere tutto l'importo investito. Per ulteriori informazioni siete invitati a richiedere un prospetto gratuito. Si prega di leggere attentamente il prospetto prima di effettuare un investimento.

Il rendimento passato non è garanzia di analoghi rendimenti futuri.

La Società formula per iscritto, applica e mantiene una politica di gestione dei conflitti di interesse che tiene conto delle circostanze connesse con la struttura e le attività dei soggetti appartenenti al medesimo Gruppo.