

DWS active



L'OPINIONE DEGLI ESPERTI



- > **Klaus Kaldemorgen** (sinistra)
Global Head of Equities
- > **Asoka Wöhrmann** (destra)
Global Head of Fixed Income

PSEUDO-RECESSIONE

/ I mercati azionari sono privi di "momentum"; i mercati obbligazionari soffrono per i bassi tassi di interesse. Due possibili soluzioni. /

Se si osservassero solo gli attuali rendimenti dei mercati obbligazionari, si potrebbe pensare che i Paesi industrializzati siano in recessione. Un misero 2,9% per i Buoni del Tesoro decennali USA è incongruo rispetto alla crescita economica del 3,5% prevista per il 2010, così come è incoerente il rendimento del 2,5% delle obbligazioni federali decennali tedesche, considerando il boom del mercato del lavoro in Germania. I mercati sono impazziti? No, da una parte questi tassi di interesse bassi indicano che gli investitori si stanno rivolgendo ai beni rifugio, dall'altra parte presagiscono un significativo indebolimento della crescita economica.

È emerso un grosso problema: la stretta fiscale. I programmi di salvataggio di molti Paesi industrializzati stanno influenzando i mercati azionari. Anche se le Borse sono rimaste scarsamente influenzate dalla quasi insolvenza dei greci, e si

sono fatte distrarre solo per qualche ora dai dubbi emersi in primavera sull'affidabilità finanziaria del Portogallo, i pacchetti plurimiliardari di salvataggio hanno sortito maggiori effetti. Il vecchio adagio, secondo il quale i problemi degli Stati non sono problemi delle aziende, appartiene ormai al passato, per via della minaccia di un aumento di tasse e imposte.

UNA RISPOSTA SEMPLICE

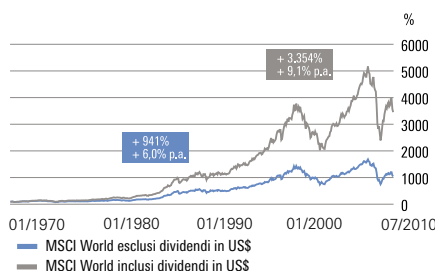
La ricetta contro questo disagio, che DWS propone da mesi, è più puntuale che mai: i titoli azionari danno grandi soddisfazioni, grazie alla distribuzione dei dividendi, anche in periodi privi di una considerevole crescita economica (vedi pag 2). E chi insegue i tassi di interesse troverà fortuna in quei Paesi dove attualmente non ci sono problemi di insolvenza dello Stato, grazie a un debito medio lordo che si limita al 40% del PIL: i mercati emergenti (vedi pag. 3).

IN SINTESI

- > **Pseudo-recessione /**
I mercati anticipano i periodi di debole crescita economica. *Pagina 1*
- > **Grazie Hellas /**
L'Euro debole inietta forza nelle esportazioni dal Vecchio Continente. *Pagina 2*
- > **Una preferenza chiara /**
Perché le aziende dei mercati emergenti sono un tema caldo per DWS. *Pagina 3*
- > **Molto movimento /**
Le estreme oscillazioni del mercato azionario richiedono un significativo turnover di portafoglio. *Pagina 4*

DRIVER DELLA PERFORMANCE

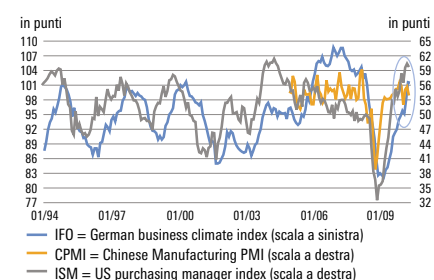
Uno studio a lungo termine dei mercati azionari rivela un forte driver della performance: i rendimenti societari hanno rappresentato il 40% circa dei rendimenti totali.



Fonte: Goldman Sachs, DWS; dati a Giugno 2010

È POSSIBILE UNA DELUSIONE?

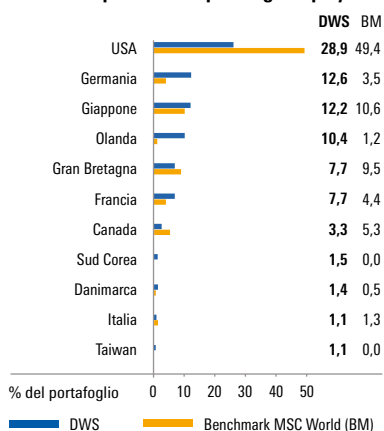
Vari importanti indicatori hanno evidenziato una ripresa. Però, alcuni dati si basano sul passato e mostrano scarsa consistenza.



Fonte: Thomson Reuters Datastream, Bloomberg; dati al 31 Maggio 2010

ALLOCAZIONE PER PAESE

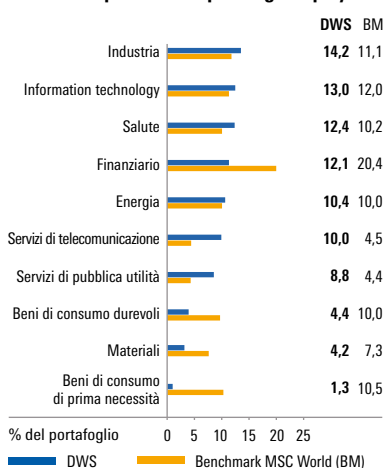
Prime dieci posizioni del portafoglio equity DWS



Fonte: DWS; al: 30 giugno 2010, struttura secondo MSCI

ALLOCAZIONE PER SETTORE

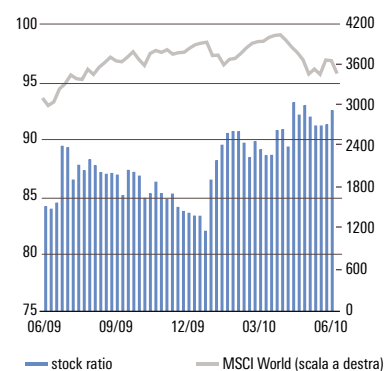
Prime dieci posizioni del portafoglio equity DWS



Fonte: DWS; al: 30 giugno 2010, struttura secondo MSCI

STOCK RATIO DWS

> **Non tutte le azioni sono uguali:** il Fund management DWS si affida al mercato azionario ancora più che nel trimestre precedente, ma sceglie soprattutto posizioni conservative.



Fonte: DWS, Thomson Reuters Datastream; a: giugno 2010

GRAZIE HELLAS

/ Un effetto collaterale della crisi del debito: l'Euro debole favorisce le esportazioni di merci dal Vecchio Continente. /

La crisi del debito sta iniziando a farsi sentire sui mercati azionari, non solo a causa delle politiche fiscali restrittive. La turbolenza sulle valute estere, evidente a seguito della "debacle" della Grecia, potrebbe anche creare un po' di movimento. E questo perché la scivolata del 20% dell'Euro sul Dollaro aumenta istantaneamente la competitività delle aziende esportatrici dell'area Euro. In linea di massima: la svalutazione di una moneta del 10%, corrisponde a un aumento della crescita economica pari allo 0,8%.

Per le esportazioni USA vale invece l'opposto. L'argomento contrario, ovvero che gli USA effettuano solo un sesto delle loro esportazioni verso l'area Euro, non riesce ad essere convincente. Dopotutto, il commercio con l'estero non è bilaterale. Le aziende USA sono in concorrenza con quelle europee - che adesso vendono le proprie merci a prezzi inferiori rispetto al passato - su tutto il mercato globale. Le esportazioni della sola Germania verso la Cina sono aumentate del 58% nel primo trimestre 2010, rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente. Nel terzo trimestre, ci si aspetta che questo effetto diventi ancora più significativo. In pratica: con l'aiuto delle aziende votate all'esportazione, gli investitori possono approfittare della forte crescita economica cinese senza dover investire nei titoli, ottimisticamente valutati, di questo Paese. Di conseguenza, la Cina stessa non è ancora un focus di investimento per DWS.

STRATEGIA CONSOLIDATA

Il focus è invece sui titoli azionari che danno alti dividendi. I 25 titoli europei che pagano i dividendi annui più alti attualmente rendono il 6% circa. Ci sono molti soldi da distribuire in dividendi,

anche negli USA, dove recentemente la liquidità a disposizione delle aziende è arrivata al nuovo livello record del 10,5% degli asset. Però, anche per quanto riguarda i titoli azionari, bisogna fare dei distinguo. Attualmente, sia le azioni delle telecomunicazioni che quelle delle utility pagano dividendi in media, rispettivamente, intorno al 2% e all'1% in più rispetto ai rendimenti delle loro stesse obbligazioni! Tuttavia, mentre le telecomunicazioni dovrebbero continuare a convincere con profitti affidabili, le utility dovranno probabilmente affrontare un futuro più difficile, in quanto molti Paesi industrializzati stanno approvando imposte speciali a carico delle utility.

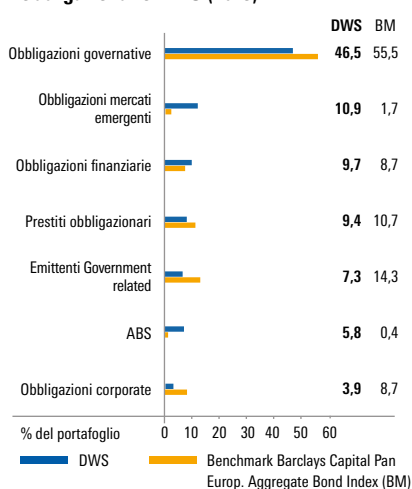
Anche il settore energetico soffre. Il disastro petrolifero nel Golfo del Messico mostra che la strada del futuro è nelle energie rinnovabili - anche se la tendenza non è ancora evidente nell'andamento dei titoli azionari. Comunque, DWS sta già facendo incetta di fornitori di tecnologie promettenti, come i produttori di cavi. La combinazione tra longevità e infrastrutture sembra particolarmente attraente.

UNA BUONA CURA

Al contrario, in questo momento DWS si tiene ben lontana dalle banche. Imminenti aumenti di capitale stanno raffreddando i corsi azionari del settore. Anche la maggior parte dei produttori USA di beni di consumo non sono proprio brillanti. Dopo la fine dei programmi di stimolo, le vendite di nuove abitazioni sono scivolte fino a raggiungere il livello minimo in 40 anni. Il mercato del lavoro si sta riprendendo lentamente e sui mercati dei capitali regna l'incertezza. Non è il momento di eccedere con lo "shopping". I migliori investimenti USA: farmaceutici, industriali, tecnologie o agribusiness.

ALLOCAZIONE DI PORTAFOGLIO

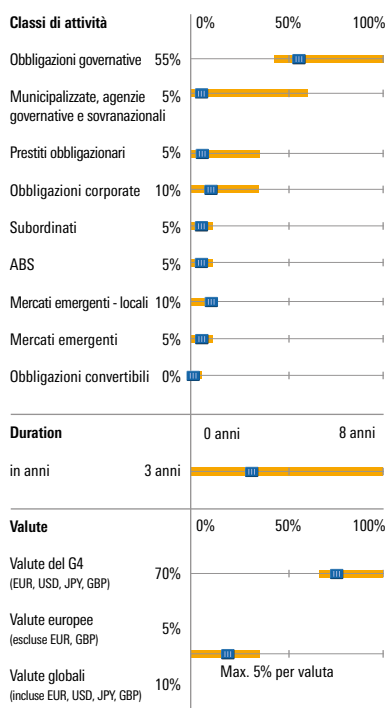
Prime dieci posizioni del portafoglio obbligazionario DWS (Euro)



Fonte: DWS; a: fine giugno 2010

ALLOCAZIONE GLOBALE

> **Convincente:** i gestori obbligazionari DWS hanno incrementato le loro posizioni nei mercati emergenti con un aumento di 5 punti percentuali. Le prospettive economiche dei Paesi di nuova industrializzazione delineano un quadro promettente. Alla luce delle discussioni emergenti sulla debolezza dell'economia globale, la proporzione di titoli di Stato è stata leggermente aumentata – fino al 55%.



Fonte: DWS; a: fine giugno 2010

UNA SCELTA CHIARA

/ Tassi di default relativamente bassi con rendimenti appetibili – ancora possibile nonostante i bassi tassi di interesse. /

Gli investitori si trovano di fronte a un quadro contraddittorio quando si parla di Buoni del Tesoro USA e obbligazioni federali tedesche. Preoccupazioni generalizzate sulla crescita, il ritorno di chi prevede una ricaduta in una fase di recessione e la "flight to quality" sono tutti fattori che puntano alle citate obbligazioni che generalmente i mercati considerano più sicure. La nota negativa è il livello elevato a cui si comprano in questo momento; di conseguenza, DWS non le considera un'opzione strategica. Ma dove si può trovare un profilo opportunità/rischio attraente? I titoli di Stato dei Paesi periferici sono spesso una soluzione adeguata per ottenere maggiori rendimenti. Per esempio, anche se gli ultimi dati di bilancio della Grecia possono essere incoraggianti, è prematuro dare il "via libera". Di conseguenza, DWS opera solo in modo selettivo; queste posizioni sono solo residuali. La situazione dei prestiti obbligazionari e dei covered bond appare simile – anche se leggermente migliore. L'interrogativo chiave è: che valore ha garantire gli investimenti con immobili locali, considerando ad esempio i problemi del mercato immobiliare spagnolo? Per DWS vale ancora la stessa regola: acquistare i titoli in modo selettivo.

OPPORTUNITÀ DI ACQUISTO

I corporate bond rimangono un'opzione che permette di sfuggire ai deludenti tassi di interesse. Però, il mercato continua a osservare gli "stress test" in corso nel settore bancario. Anche un modesto scetticismo relativamente alla solidità di queste istituzioni potrebbe riaccendere il dibattito sull'offerta del credito nei Paesi industrializzati. Il pericolo è ancora maggiore perché il mercato sembra non veda l'ora di individuare una crepa nella facciata. Però non si può dire che l'edi-

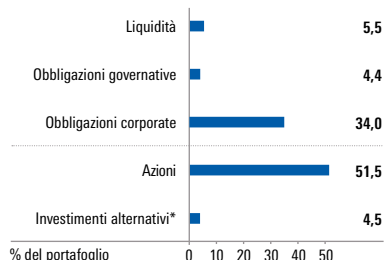
ficio stia già tremando: e questo perché il fallimento degli Stati non viene considerato nelle simulazioni.

Nessuna di queste considerazioni turba le aziende dei mercati emergenti e i loro bond non sembrano essere influenzati da tale dibattito. Le aziende non sono l'obiettivo dei programmi fiscali restrittivi, in quanto il debito pubblico è significativamente più basso nei Paesi di nuova industrializzazione (NIC) che nei Paesi industrializzati. Ciò consente a questi Paesi una maggiore libertà nelle politiche fiscali, ovvero possono dare un sostegno mirato ai settori chiave. Già adesso, i NIC prevedono una crescita economica del 6,3% per il 2010. In confronto, il 2,3% previsto per i Paesi industrializzati sembra letargico. Il fatto che i corporate bond dei mercati emergenti offrano rendimenti più elevati di quelli dei Paesi industrializzati, anche se godono di un debito più basso e di una maggiore crescita economica, dovrebbe sollecitare la curiosità degli investitori. Considerando che il tasso di fallimento (12 mesi rolling) delle obbligazioni ad alto interesse statunitensi è attualmente intorno all'11%, mentre quello dei NIC si aggira intorno al 6%, DWS delinea una chiara preferenza per i corporate bond dei mercati emergenti.

Non sono solo le aziende a fare colpo; gli investitori possono ottenere rendimenti anche sulle valute dei Paesi più rampanti. Il Renminbi cinese sta lentamente guadagnando sul Dollaro. Questo toglie pressione a varie valute della regione e permette di ottenere dei margini dai quali DWS vorrebbe trarre beneficio con un paio di posizioni in valuta estera. Finora, queste scelte sono state coronate dal successo. Da inizio anno, singoli fondi hanno registrato rendimenti a due cifre in questo modo.

ALLOCAZIONE DI PORTAFOGLIO

DWS Balance Portfolio



*Commodity (non azioni), valute, premi (derivati), strategia absolute return, real estate

Delta-weighted

Esposizione azionaria (derivati compresi): 54,70 %
Esposizione valutaria netta: 26,88 %

Fonte: DWS; al 30 giugno 2010

DISCLAIMER

Informazione editoriale

Responsabile dei contenuti:

DWS Investment GmbH
D-60612 Frankfurt am Main

Redazione:

Mirko Münch, Kathrin Mahr,
Erik Schul

Adattamento locale:

DWS SIM S.p.A.

Informazioni legali

© DWS Investments, 15 luglio 2010.

Le informazioni contenute in questo documento non costituiscono consulenza in materia di investimenti, né produzione o diffusione di ricerca, ma una mera descrizione dei mercati e si basano su dichiarazioni derivanti da fonti di DWS Investments o pubblicamente disponibili, ritenute affidabili. Non è possibile garantire la correttezza o la completezza di tali dichiarazioni e nessuna di esse dovrà essere intesa in tal modo. Tutte le opinioni date e qui rappresentate riflettono le attuali valutazioni di DWS Investments. Le opinioni espresse in queste valutazioni possono essere soggette a cambiamenti senza preavviso. Tutte le dichiarazioni derivano dalla valutazione di DWS investments sull'attuale situazione legale e fiscale. Le eventuali decisioni di investimento devono basarsi sulla documentazione d'offerta vigente disponibile presso Deutsche Bank AG, DWS Investment GmbH (Mainzer Landstrasse 178-190, 60327 Francoforte sul Meno, Germania), presso DWS Investment S.A. (2, Boulevard Konrad Adenauer, 1115 Luxembourg), presso DWS SIM S.p.A. (Via M. Gioia, 8, 20124 Milano), presso i Soggetti incaricati del collocamento e i Soggetti Incaricati dei Pagamenti, nonché sul sito www.DWS.it. Questo documento non costituisce sollecitazione, né può essere consegnato o impiegato per finalità di sollecitazione.

MOLTO MOVIMENTO

/ Alla luce della forte volatilità, il peso dell'azionario ha avuto fluttuazioni significative. I corporate bond sono tuttora un tema importante. /

Su e giù, e poi ancora su: l'estrema volatilità ha portato a tassi di turnover insolitamente elevati nel secondo trimestre, come si evince dalle oscillazioni dell'equity ratio del portafoglio. Il livello massimo raggiunto dai titoli azionari è stato circa il 65% del portafoglio bilanciato, mentre il minimo ha rappresentato solamente il 35%. Entro la fine del primo semestre dell'anno, circa la metà del portafoglio era investita in azioni (vedi grafico a sinistra).

RITMO CONSERVATIVO

Nell'insieme, DWS ha scelto un posizionamento piuttosto conservativo sulle azioni. Sul fronte obbligazionario, le alternative ai bassi tassi d'interesse erano costose. DWS le ha trovate prevalentemente

nei corporate bond grazie a buoni profili opportunità/rischio. In confronto al primo trimestre, la posizione è stata aumentata di circa due punti percentuali, fino ad arrivare al 34%. D'altra parte, la quota dei titoli di Stato è stata ridotta della metà nello stesso periodo, fino al 4,39%. DWS ha cercato di dare una spinta ai rendimenti con l'aiuto delle opzioni – per esempio, con delle strategie di future per le valute (US\$), le obbligazioni (Bund Future) e gli indici azionari. In generale, ci siamo concentrati sulle obbligazioni con scadenze relativamente brevi. Con questa strategia, DWS è ben posizionata, anche se dovessero aumentare i tassi di interesse. La verità è che considerando i minimi storici raggiunti dai tassi di interesse, non c'è molto spazio per scendere ancora.

VISIONE A LUNGO TERMINE DI DWS

Focus strategico, a lungo termine dei portafogli DWS:

I temi e le tendenze di lungo periodo manterranno la loro validità indipendentemente dagli eventi del momento e dal posizionamento tattico a breve (3 - 6 mesi). DWS ne tiene conto nella sua allocazione.

- > Le tendenze inerenti a infrastrutture, agricoltura e cambiamenti climatici restano intatte
- > Il mondo dovrà convivere a lungo con tassi di interesse bassi
- > I mercati emergenti resteranno un driver fondamentale per l'economia mondiale e nel tempo espanderanno gradualmente il loro contributo
- > Il potenziale di crescita delle economie consolidate resterà modesto
- > Nei prossimi anni, ci sarà sempre il problema degli eccessi di capacità produttiva
- > Le materie prime dovrebbero figurare in qualsiasi portafoglio ben diversificato