

T R E N D



Fatti, fenomeni, studi, ricerche che fanno tendenza

I MERCATI DA QUI A FINE ANNO SECONDO MERRILL LYNCH

Il capo mondiale di Merrill Lynch investment managers presenta la revisione delle previsioni 2006 della grande casa di investimenti americana. Indicando in dieci punti quello che accadrà in campo finanziario ed economico. E che, inevitabilmente, influenzerà l'andamento delle Borse e dei titoli obbligazionari, a cominciare dagli Usa

CON LA METÀ DELL' ANNO MERRILL LYNCH INVESTMENT MANAGERS HA DECISO DI RIVEDERE LE PREVISIONI FATTE AD INIZIO 2006 PER VERIFICARE SE SI STANNO REALIZZANDO E PER COMMENTARE LA DIREZIONE PRESA DAI MERCATI E DALL'ECONOMIA IN GENERALE.

Numero uno

■ **Bob Doll** è Presidente e Chief Investment Officer di Merrill Lynch Investment Managers (MLIM) e dei suoi investment advisor, fra cui Mercury Advisors. Con MLIM dal 1999, prima di assumere le responsabilità attuali ha ricoperto una serie di posizioni di senior management, fra cui quella di co-presidente della regione America. Oltre a essere responsabile della gestione degli investimenti globali, ricopre il ruolo di Senior Portfolio Manager della famiglia di fondi Merrill Lynch Large Cap Series, domiciliati negli Stati Uniti. Al 31 dicembre 2005, Merrill Lynch Investment Managers gestiva 539 miliardi di dollari in fondi di investimento azionari e obbligazionari, fondi monetari e mandati privati.



Bob Doll

PRESIDENTE E CHIEF INVESTMENT OFFICER DI MERRILL LYNCH INVESTMENT MANAGERS

1 ■ CALO DELLA CRESCITA DELL'ECONOMIA USA AL 3% SULLO SFONDO DELL'INDEBOLIMENTO DEI CONSUMI E DI SPESE IN CONTO CAPITALE RELATIVAMENTE SOLIDE.

Nonostante il forte aumento del Pil USA nel primo trimestre, riteniamo che ci siano tutti gli elementi per dire che la crescita in realtà sta rallentando e prevediamo che il rapporto sul Pil del secondo trimestre lo confermi.

2 ■ SCARSO INCREMENTO DEGLI UTILI RISPETTO ALLE ASPETTATIVE DI MERCATO: L'AUMENTO NON RAGGIUNGE LIVELLI PERCENTUALI A DUE CIFRE.

Perché si verifichi questa previsione è necessario che il ritmo della crescita degli utili rallenti, mentre sembra invece che i livelli di produttività siano ancora ab-

■ di Coleman S. Kendall*

Qui New York



Il presidente Bernanke

■ Ora che il Presidente Bernanke è a capo della Fed da sei mesi (si è infatti instaurato il 1° febbraio di quest'anno) è possibile cominciare a parlare di quella che era la Fed di Greenspan e di quella che è la Fed di Bernanke. Del presidente Greenspan era famoso il "looked at everything", ovvero la sua considerazione congiunturale di ogni indicatore economico nel suo personale modello dell'economia americana; al contrario Bernanke sembra prendere in considerazione solo due variabili: l'inflazione attesa e l'output gap.

■ Greenspan arrivò alla Fed da una società di consulenza che si

occupava di previsioni in campo economico ed ebbe modo di studiare l'economia degli Stati Uniti in dettaglio. Quando ad esempio una piena del fiume Mississippi costrinse alla chiusura di alcune vie di comunicazione, Greenspan fu in grado di stimare quanto questo evento si sarebbe ripercosso sull'economia americana, fornendo degli spunti per eventuali soluzioni alternative allo spostamento delle merci all'interno del paese. Inoltre, Greenspan seguì molto da vicino le evoluzioni dei mercati azionari, monetari, lo spread tra le obbligazioni ad alto rischio (cd. High

Yield Bonds o Junk Bond) e quelle con rating AAA...e così via. I mercati erano a conoscenza dei timori di Greenspan su inflazione ed economia, ma sapevano che avrebbe comunque tenuto d'occhio anche tutte le altre variabili.

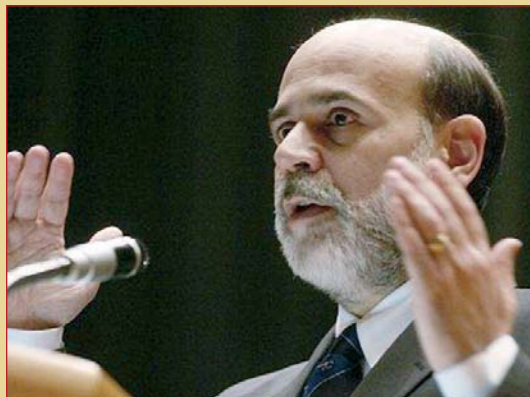
■ Di conseguenza, la politica economica nell'era Greenspan non era affatto certa; i mercati non sapevano mai su cosa il presidente volesse puntare il dito prima che fosse lui a parlare. I mercati reagivano con forza alle sue parole e ai suoi discorsi al Senato o alla House of Representatives.

■ Il presidente Bernanke arrivò alla Fed dal mondo accademico (con qualche anno di esperienza alla Fed e alla Casa Bianca). Lui si focalizza in particolare su due variabili macroeconomiche: l'inflazione attesa (quella che i mercati si attendono di lì a qualche anno) e l'output gap (ovvero la differenza fra il Pil attuale e quello "potenziale", con un'allocazione ottimale delle risorse). Mentre guarda allo stesso dato che anche Greenspan teneva sotto controllo, Bernanke è

convinto che se la Fed risolve "I Due Grandi Problemi", allora anche tutti gli altri si risolveranno di conseguenza. Ad esempio, in una seduta al Senato del 19 luglio gli è stata rivolta una domanda sul livello del mercato azionario; rispose che lui era impegnato a tener bassa l'inflazione, e che le Borse sono solitamente più performanti a bassi livelli d'inflazione.

■ Gli obiettivi della Fed di Bernanke sono oggi chiari ed evidenti, vedremo se può attenersi a questa politica durante gli anni venturi; diverse sfide attendono Mr. Bernanke nei prossimi anni ed alcune di queste lo potrebbero costringere a rivedere le sue "semplici" regole. Ma se il presidente Bernanke darà efficacia alle sue politiche, riuscendo a essere più prevedibile di quanto non lo fosse Greenspan, allora i discorsi e le dichiarazioni del presidente diverranno ancora una volta "eventi minori" e non susciteranno i clamori dell'era Greenspan.

* Economic Strategies,
New York
c.kendall@estrats.com



Ben Bernanke, da sei mesi presidente della Federal Reserve dove è subentrato ad Alan Greenspan.

bastanza sostenuti. Gli utili societari per il primo trimestre sono stati abbastanza buoni e gli indicatori che anticipano i report sottolineano la possibilità che la situazione si ripeta anche per il secondo trimestre.

3■ INVERSIONE DELLA CURVA DEI RENDIMENTI USA PER LA PRIMA VOLTA DAL 2000 E DECENNALE DEL TESORO AMERICANO TRATTATO A RENDIMENTI DI CIRCA 4% NEL CORSO DITUTTO L'ANNO.

La prima parte della previsione si è realizzata qualche tempo fa, quando i tassi di breve termine sono aumentati rispetto a quelli di lungo. Per quanto riguarda la seconda parte, i rendimenti del Treasury decennale hanno superato il

5%, quindi possiamo già dire che la nostra previsione si è avverata per metà. Non ci aspettiamo infatti che i rendimenti crescano ancora, in quanto non crediamo che l'inflazione sia un problema molto grave, ma riteniamo piuttosto che passerà da livelli "molto bassi" a livelli "bassi".

4■ RIBASSO DEL MERCATO AZIONARIO STATUNITENSE CHE IN ALCUNE FASI POTREBBE ARRIVARE A TOCCARE UN CALO DEL 10% PER LA PRIMA VOLTA DAL 2002, PRIMA DELLA RIPRESA DEL BULL MARKET NELLA SECONDA PARTE DELL'ANNO.

Sono alcune settimane che diciamo che ci troviamo nel bel mezzo di una correzione. Siamo però positivi, in quanto riteniamo che i mercati sperimenteranno una fase di nuovi rialzi prima della fine dell'anno.

5■ I TITOLI GROWTH E LARGE CAP SOVRAPERFORMANO VALUE E SMALL CAP PER LA PRIMA VOLTA DAL 1999.

Anche se nella prima parte dell'anno è successo il contrario, da quando è iniziata la correzione i titoli growth e large cap stanno performando molto bene e ci aspettiamo che questo trend prosegua fino alla fine dell'anno.

6■ RIPRESA DELLA FASE DISCENDENTE DEL DOLLARO USA.

Anche se il dollaro ha avuto fino ad ora un andamento altalenante, prevediamo che il biglietto verde mostri una forte tendenza al ribasso, una volta che la Fed avrà completato il suo ciclo di politica mo-

netaria restrittiva e l'economia rallenterà.

7■ TRAINATI DALL'ASIA, I MERCATI AZIONARI NON STATUNITENSISOVRAPERFORMANO GLI USA PER IL QUINTO ANNO CONSECUTIVO.

Nonostante i mercati non statunitensi siano stati molto colpiti dalla correzione delle scorse settimane, i titoli delle Borse internazionali sono ancora scambiati a livelli più elevati rispetto a quelli statunitensi. Queste piazze saranno le prime a guadagnarci, non appena i mercati inizieranno a riprendersi.

8■ UN ALTRO ANNO DI MERCATI INCREMENTI DEI DIVIDENDI, BUYBACK AZIONARI E INTENSA ATTIVITÀ DI M&A DOVUTO AGLI OTTIMI FLUSSI DI CASSA.

Come nel 2005 tutti questi indicatori anche quest'anno hanno dato segnali abbastanza forti.

9■ ULTERIORE RIALZO DEI PREZZI DELLE COMMODITIES RISPETTO AL 2005.

Nonostante la decisa correzione che ha colpito i prezzi, le materie prime si sono mantenute su livelli decisamente elevati nella prima parte dell'anno e ci attendiamo un incremento del loro valore rispetto all'anno scorso.

10■ NEL CORSO DELLE ELEZIONI I REPUBBLICANI MANTENGONO IL CONTROLLO DEL CONGRESSO, SEPPUR CON UNO SCARTO INFERIORE A QUELLO ATTUALE.

Per questo ultimo punto attendiamo ancora il risultato.

La nostra analisi di inizio anno rimane quindi per lo più invariata, anche se il rallentamento della crescita è stato inferiore alle nostre aspettative e l'inflazione inizia a farsi sentire. In ogni caso di seguito troverete alcune indicazioni che abbiamo dato ad inizio anno:

La crescita economica nel 2006 rallenterà, trainata dal calo dei consumi in Usa. L'inflazione core dovrebbe rimanere su livelli bassi e l'indice dei prezzi al consumo generale potrebbe continuare a scendere. Il mercato immobiliare americano sembra aver toccato il picco e il suo tasso di crescita rallenterà. La Fed non terminerà la sua politica monetaria restrittiva fino a quando la crescita economica non si arresterà. Riteniamo che la curva dei rendimenti prima o poi si invertirà e le rendite dei Treasury rimarranno quindi abbastanza stabili.

Gli utili deludenti causeranno una decisa correzione sugli azionari, maggiore di quelle sperimentate negli ultimi anni, mentre il rallentamento di metà ciclo diventerà più evidente. La battuta d'arresto dei mercati verrà controbilanciata dalla conclusione della politica di correzione della Fed e dalla correzione del dollaro. Quindi questa fase offrirà l'opportunità di ampliare i titoli in portafoglio, anticipando la seconda metà del bull market. Fra i rischi insiti in questo panorama c'è un eccessivo irrigidimento da parte della Fed, un più accentuato ritracciamento dei consumi o un problema valutario più significativo dovuto a squilibri finanziari e strutturali esistenti a livello internazionale.

La selezione dei titoli anche nel 2006 farà la differenza. Riteniamo infatti che i titoli growth e large cap sovraperformeranno i value e gli small cap. Le società con pri-



■ di Luca La Ferla*

Insider

Il bit è niente senza energia

E' un po' di tempo che sto pensando che c'è un pericolo non più latente di una crisi energetica; anzi lo shock è già in corso. Ma non è uno shock, piuttosto una somministrazione lenta e continua, una forma inversa di mitridatismo. Mentre sto scrivendo la Corea del Nord prova i suoi razzi intercontinentali con insuccesso, il Giappone corre all'Onu e chiede un intervento serio e determinato per frenare questi pericolosi esperimenti, le Borse si deprimono ancor di più di quello che hanno fatto in queste ultime settimane. Cosa c'entra tutto questo con la crisi energetica? Be' sono pronto a scommettere che prima della chiusura di Wall Street il prezzo del petrolio salirà. Perché? Perché quando c'è confusione e instabilità, l'oro nero sale sempre e per noi, lungimiranti strateghi della politica energetica... sono guai! Non che mi spaventi il

tornare ad usi più sostenibili dei mezzi di trasporto, alle lontane domeniche di austerità (ricordi sfuocati d'infanzia), oppure di tenere il piumino anche in casa durante l'inverno per risparmiare sul conto energetico, quello che mi preoccupa è il non trovare energia per ricaricare il laptop oppure essere disconnesso perché il provider ha finito la carica degli accumulatori di backup. Certo la crisi energetica latente colpisce molte altre aree più vitali della nostra società: sanità, trasporti, difesa, ecc... Ma alla fine quasi tutte le aree vitali della nostra società moderna si basano sul sistema nervoso digitale, sulla gestione e trasmissione del bit e il bit è niente senza energia! Perché mi vengono queste idee? Perché mi rendo conto che noi poveri italiani siamo messi molto peggio dei nostri vicini e compagni di viaggio. La nostra dipendenza da

petrolio e carbone ormai è congenita. Sia a destra che a sinistra la politica ha sistematicamente ignorato la criticità delle nostre radici oleose. Che ci siano stati i fantomatici poteri forti o no, non è la sede e ne è il momento di discuterlo, rimane il fatto che il nostro conto energetico è da quarant'anni in continuo peggioramento e a questo punto se ne deve prendere atto ed agire senza indugio. Non c'è più tempo! Alternative? Molte quasi percorribili in un paese come il nostro. La mia fonte alternativa preferita è il solare fotovoltaico che in Italia può avere rendimenti decisamente interessanti. Ma provate ad indovinare qual'è il paese europeo con il più alto utilizzo di questa fonte? E' la Germania che ha un irraggiamento del 40% in meno rispetto al nostro paese! Esiste l'alternativa dell'energia idroelettrica, ad esempio in

Svizzera il 60% dell'energia è prodotta dalla forza dell'acqua. Ancora, l'eolica che sta riprendendosi da un periodo in cui era stata un po' dimenticata. C'è la geotermica, le bio masse (ma questa non è proprio pulitissima) ed infine l'idrogeno! Certo ognuna di queste soluzioni ha i suoi pro e contro (pensate semplicemente alle nuvole che assorbono i raggi solari o alla siccità che prosciuga i bacini, ecc.) ma il nostro sforzo deve essere dedicato soprattutto a creare una cultura per l'efficienza energetica e contro lo spreco, sviluppando un mix ottimale di fonti rinnovabili (sole, acqua e vento) che ci disintossichino dalla dipendenza da oro nero. Purtroppo anch'io sono uno di quelli che si è svegliato vent'anni in ritardo ma non per questo penso che sia troppo tardi.

*Fondatore Digitaltrust

cing power segneranno ottime performance, le società orientate agli investimenti cresceranno ad un passo superiore rispetto a quelle orientate ai consumi, così come quelle con una forte esposizione ai mercati internazionali. Ancora una volta ribadiamo quanto già detto, ossia che il contesto resta ricco di opportunità, anche se con nessuna classe di attivo in grado di offrire particolare valore. Poiché il 2006 è l'ennesimo anno in cui l'aspetto più importante è la selezione dei titoli, confermiamo

che i ritorni previsti a 5/10 anni saranno dell'8% per le azioni, del 5% per le obbligazioni e del 2% per la liquidità, vicini ai dati riportati negli ultimi due anni. (I ritorni attuali rispetto al 2004 e al 2005 sono 8% per l'azionario, 3% per l'obbligazionario, 2% per la liquidità).

NASCE UN COLOSSO

In data primo febbraio 2006 BlackRock, Inc. e Merrill Lynch & Co., Inc hanno raggiunto un accordo per la fusione di Merrill Lynch Investment Managers e BlackRock

in un'unica entità indipendente che darà vita ad una delle più grandi società di risparmio gestito a livello mondiale, con un patrimonio di oltre mille miliardi di dollari (dati al 31 marzo, 2006). La transazione si concluderà nel terzo trimestre 2006, ed è soggetta all'approvazione da parte degli azionisti e delle autorità a cui farà seguito una totale ed immediata integrazione delle due società anche dal punto di vista operativo. La nuova società prenderà il nome di BlackRock. ■

■ GLI HEDGE ORA OFFRONO CREDITO

Aziende a basso rating preoccupate di non trovare finanziamenti a causa dei continui rialzi dei tassi in Europa? Niente paura, ci sono gli hedge fund pronti a finanziare e a prestare soldi. Più di un centinaio di aziende europee a basso rating hanno raccolto nella prima parte del 2006 oltre 110 miliardi di dollari, una cifra pari a quanto preso a prestito in tutto il 2005. E addirittura il doppio del 2004. La presenza sempre maggiore di attori finanziari pronti a dare credito alle aziende meno brillanti ha fatto sì che il costo del denaro per queste società sia stato meno pesante del previsto. Si calcola che circa 275 milioni di dollari in costi per interessi sono stati risparmiati, grazie all'elevata liquidità offerta dagli investitori ufficiali. Tra questi, un ruolo sempre più forte viene occupato proprio dagli hedge fund. Grazie a loro il mercato del debito è diventato più facile da avvicinare per tutto il mondo corporate.

■ A CANNES A PARLARE DI FONDI MULTISTRATEGY

Obiettivo multistrategy. In una conferenza tenutasi a Cannes a metà luglio, l'industria dei fondi alternativi si è interrogata su come riuscire a sfruttare i trend di breve periodo dei mercati azionari. Quelli, in pratica, che durano in media tre giorni. Il target è ottenere che i profitti di un hedge fund che investe in Borsa siano per almeno il 30% originati da asset allocation

tattiche, non solo quindi da investimenti su orizzonte temporali di medio e lungo periodo. Questa tendenza dei profitti porterà a una selezione tra gli hedge fund migliori e quelli più scarsi. Il modello di business per i fondi alternativi azionari è quello di hedge fund multi-strategy. Cioè guidati da manager che adottano contemporaneamente più strategie differenti e che possono movimentare il denaro velocemente e in maniera efficiente verso i mercati che di volta in volta mostrano le maggiori potenzialità di guadagno.

■ I FONDI PENSIONI NON SMETTONO DI CORTEGGIARE GLI HF

Di fronte ai bassi ritorni offerti da azioni e bond nei primi sei mesi del 2006, i gestori dei fondi pensioni cominciano a guardare con maggiore insistenza ai fondi alternativi come obiettivi di investimento. La speranza è che dagli hedge fund, più liberi nelle scelte di investimento, arrivino guadagni più frizzanti per alimentare i rendimenti asfittici dei fondi pensione. E non sono bastati a far crollare il mito dei fondi alternativi un 2005 e un parziale 2006 dalle performance alquanto contenute. Calpers, il più grande fondo pensione degli Stati Uniti, che ha l'83% dei suoi asset direttamente in azioni e bond, ha intenzione di investire fino a 4 miliardi di dollari, a fronte di un totale di risorse di 210 miliardi di dollari, in hedge fund entro al fine dell'anno in corso. Evidentemente non si aspettano ancora grandi soddisfazioni dalle Borse e dai

mercati obbligazionari per i prossimi mesi.

■ CHI SI RICORDA DEL CRAC LTCM?

A volte ritornano. Ricordate il Long Term Capital Management, il colossale hedge fund gestito da premi Nobel che andò in bancarotta nel 1998, non prevedendo la svalutazione del rublo e rischiando di mettere in ginocchio tutto il sistema finanziario mondiale? Bene, il fondatore Robert Merton, vincitore di un premio Nobel in economia (che evidentemente non gli è stato di grande aiuto) e coautore di uno dei più grossi crac della storia finanziaria moderna, è ora a capo di un nuovo hedge fund, the IFL Victoria Fund. La nuova creatura sarà lanciata il primo settembre 2006. La nuova scommessa di Merton, sperando che abbia esiti diversi di quella sul rublo, è quella di investire su asset di Paesi non appartenenti al G-7, concentrando su diversi strumenti, come bond governativi e societari, titoli indicizzati all'inflazione e valute. Se volete dare una seconda chance al premio Nobel, preparatevi a sganciare un investimento minimo di 5 milioni di dollari e a pagarli il 2% come commissioni di gestione.

■ I BRAVI GESTORI SONO MERCE RARA

Come sottolineato da una ricerca di New Star Asset Management, i gestori di fondi alternativi che producono guadagni sopra la media in maniera costante, anno dopo anno, sono una

merce molto rara. Almeno in Gran Bretagna. Solo uno sui 34 manager di hedge fund presi come campione, specializzati nel mercato azionario del Regno Unito, ha garantito profitti superiori alla media in ognuno degli ultimi cinque anni. Il rapporto sale a uno su 37, se si prendono in considerazione i gestori che seguono il settore azionario Asia-Pacifico. Da New Star hanno anche evidenziato che "è evidente che ci sono meno gestori che sanno produrre consistenti performance nel lungo termine, di quanti molti investitori pensino".

■ PIÙ LIBERTÀ PER GLI HF EUROPEI

L'industria europea degli hedge fund dovrebbe essere più libera di offrire i suoi servizi a livello geografico e con meno vincoli durante la propria azione di marketing presso gli investitori. Questo il pensiero di un report della Commissione Europea diffuso a luglio, voluto dal commissario Charlie McCreevy. L'invito rivolto ai regolatori dei vari Paesi europei è stato quello di non aumentare assolutamente le norme restrittive per l'offerta di hf, piuttosto di andare nella direzione opposta, verso una maggiore liberalizzazione dell'industria. Il contrasto tra la sempre più intensa crescita del settore dei fondi alternativi e le norme rimaste troppo rigide, rischia di compromettere seriamente l'industria degli hf, costretta a tenere costi molto elevati per l'investitore. E' dunque ora di rimuovere il taboo degli investimenti in fondi alternativi aperti a tutti.