

# IL MERCATO GLOBALE ■ PERCHÈ RIMANERE OTTIMISTI SULLE AZIONI

■ intervista con Ajay Kapur

**Il 2006 è stato un anno positivo per l'azionario globale. Crede che sarà lo stesso per il 2007?**

In breve sì. Il 2006 è stato un anno positivo per i mercati azionari mondiali e ci aspettiamo che anche il 2007 avrà un andamento analogo. Lo scenario di mercato di inizio 2006 è rimasto sostanzialmente invariato. L'economia e i profitti sono in crescita e le valutazioni dei mercati appaiono interessanti. La grande novità riguarda il costo del denaro negli Stati Uniti, che ha raggiunto un picco nel 2006 ma che dovrebbe calare nel corso del 2007.

**Quindi continuate ad essere ottimisti?**

Sì. Abbiamo iniziato l'anno fiduciosi. Ci siamo mossi in modo più cauto a marzo, quando gli indici di sentimento erano piuttosto elevati, soprattutto nei mercati emergenti e i principali indici di crescita si stavano ribaltando. In giugno il clima era diventato tremendamente pesante e depresso; i principali indici di crescita suggerivano semplicemente un rallentamento nell'economia americana e non la recessione che qualcuno temeva. Gli indici di inflazione ci dicevano di non preoccuparci, infatti indicavano che i tassi avrebbero potuto raggiungere un picco negli Stati Uniti. Ci siamo armati di ottimismo, nonostante fosse un'impresa ardua convincere la gente che era la cosa giusta da fare.

**Non sembra che il mercato sia così imprevedibile ora?**

E' vero. Il clima si è ripreso, almeno è quello che i nostri indicatori ci dicono. Abbiamo avvertito la stessa sensazione nelle riunioni con i clienti, anche se le analisi aneddotiche sono sempre meno valide e considerabili di dati più solidi come quelli espressi da precisi indicatori.

**Quindi anche con una propensione al rischio ristabilita, sareste ancora compratori?**

Sì. Adesso che quella tendenza è tornata regolare non avvertiamo più l'esigenza di possedere azioni solo perché fossero scese troppo. Di solito abbiamo una sola opportunità all'anno di comprare sui mercati perché il l'indicatore che misura la propensione al rischio (Risk-Love) è crollato o, detto in un altro modo, il clima si è deteriorato a tal punto che paga andare controcorrente. Ciononostante, l'ottimismo nei confronti dei mercati azionari va ben oltre il mero sentimento.

**Può approfondire gli ulteriori supporti per i mercati azionari?**

In primo luogo i mercati azionari sembrano offrire le prospettive più attraenti. Ci sembrano l'asset class più attraente in termini di prezzo. In particolare, la valutazione relativa tra azioni e obbligazioni societarie è interessante. I nostri colleghi europei sostengono che, in alcuni casi, il rendimento della liquidità (free-cash flow) è superiore al costo dei prestiti per le società. Questa situazione ha nuovamente spinto le aziende sul mercato a reperire fondi e questo sostiene le azioni. Si tratta di un trend particolarmente diffuso in Europa e che, ci aspettiamo, possa continuare. Inoltre, riteniamo che i tassi americani abbiano probabilmente raggiunto il massimo. Quando ciò è accaduto in passato e si è verificato un rallentamento congiunturale, i mercati azionari hanno registrato un andamento positivo. La crescita mondiale è in fase di rallentamento, ma non di recessione. Il nostro indicatore di tendenza è abbastanza basso, e si avvicina ai livelli che storicamente precedono un rimbalzo. Nei prossimi mesi potrebbe acca-



Ajay Kapur  
CITIGROUP  
CHIEF ECONOMIST

dere che l'economia mondiale raggiunga il livello minimo e poi torni a crescere.

**Senza dubbio, nel frattempo, ciò significa un notevole rallentamento nei rendimenti. Non è una cattiva notizia?**

Probabilmente significa un rallentamento nella crescita dei rendimenti, sì. Ma no, questo normalmente non è una cosa negativa per i mercati azionari. La crescita dei rendimenti probabilmente rallenterà in questo ambiente e forse spaventerà gli investitori bottom-up (quelli orientati alla selezione dei singoli titoli), ma quelli top-down (i gestori che partono dall'analisi macro economica per imbastire investimenti) sanno guardare oltre questi rallentamenti, purché il rallentamento non sia sinonimo di recessione.

In ogni caso, non sono solo i volumi o il tasso di crescita del Pil che guida-

**“ Secondo noi le azioni europee sono molto convenienti, e vengono comprate dalle società stesse e dai fondi specializzati nella finanza straordinaria, anche se gli investitori tradizionali esitano a compiere il passo ”**

no i rendimenti. Contano anche i margini. La storia strutturale qui continua ad essere positiva - il lavoro, il maggior costo per le società, ha un contenuto potere di stabilizzazione dei prezzi. Ci preoccupiamo dei rendimenti quando i costi aumenteranno eccessivamente il potere di stabilizzazione dei prezzi e i volumi crolleranno. E questo non sembra interessare il 2007. Siamo molto tranquilli sulla crescita dei rendimenti.

**Quindi lei pensa che la crescita sarà positiva, i tassi negli Usa hanno raggiunto un picco, le valutazioni sono attraenti e che gli utili aziendali continueranno ad essere riversati nei mercati azionari. C'è altro?**

Questo riassume attentamente la nostra visione. Comunque sì, c'è un ulteriore fattore: la stagionalità. Specialmente nel ciclo presidenziale americano. Mentre alcune persone vi sorvolano pensando sia una coincidenza, o una finanziaria "voodoo", storicamente l'anno precedente alle elezioni è sempre stato positivo per i mercati azionari. Vediamo che l'economia politica sta facendo il suo lavoro, poiché abbiamo analizzato e approfondito e non scritto una semplice sfilza di paroloni casuali.

La buona notizia per gli investitori azionari è che da ottobre dell'anno delle elezioni di metà mandato fino giusto all'estate dell'anno successi-

vo, i mercati azionari tendono ad andare bene. Mentre questo è applicabile negli Stati Uniti, non lo è nei mercati azionari mondiali.

**Ok, torniamo a cosa vi piace nei mercati azionari. Quest'anno, siete stati grandi fan dell'Europa e avete largamente sottovalutato il Giappone. Guardando avanti quali sono le vostre scelte regionali?**

Beh, abbiamo fatto le nostre previsioni regionali su un periodo futuro di sei mesi, come facciamo per i settori, usando un sistema o un modello di approccio, tale che nostro asset regionale rifletta questi modelli. Al momento, l'America e l'Europa superano ancora il Giappone nel nostro modello di rendimento atteso, anche se solo moderatamente.

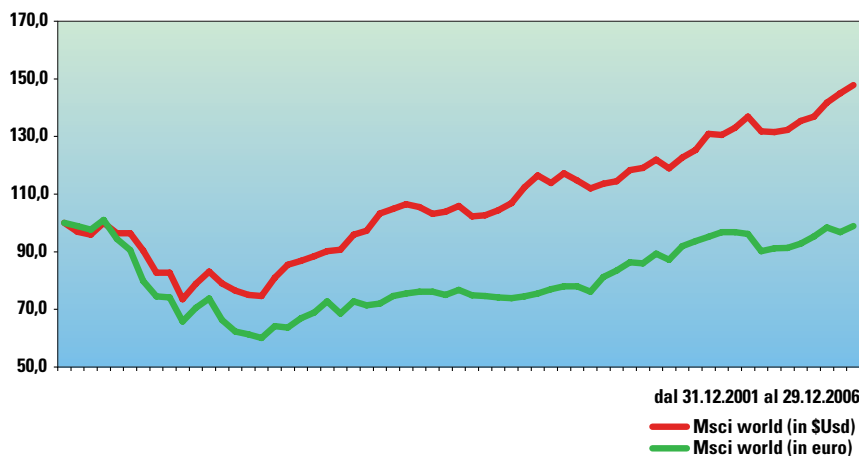
**Al di là dei vostri modelli, come si presentano le regioni?**

Il Giappone non sembra più essere un mercato sottoperformante come all'inizio dell'anno. Il sentiment si è normalizzato piuttosto che essere euforico. Le aspettative si sono calmate. Il Giappone resta molto ciclico. Ma questo potrebbe cambiare non appena il ciclo globale tocca il fondo e ricomincia a sollevarsi. L'America normalmente fa bene dopo il picco nei tassi, purché ci sia un atterraggio morbido, e l'effetto del ciclo Presidenziale aiuta. In Europa si riduce tutto al fatto della riduzione delle azioni circolanti. Secondo noi le azioni europee sono molto convenienti, e vengono comprate dalle società stesse e dai fondi specializzati nella finanza straordinaria, anche se gli investitori tradizionali esitano a compiere il passo. Questa è solo una storia semplice, pulita e durevole. Al di là dei nostri modelli, l'Europa ci appare come in grado di offrire il miglior rapporto tra rischio e ricompensa.

**E per quanto riguarda i mercati emergenti?**

La nostra posizione sui mercati emergenti è tra il cauto (per l'Asia, l'Europa orientale ed il Nord Africa) e l'ottimista (per l'America Latina). Riteniamo che nei prossimi sei mesi i mercati emergenti possano avere

## Cinque anni di Borse mondiali



Il grafico mostra l'andamento delle Borse mondiali, misurato sia in dollari sia in euro, dall'inizio del 2002 sino alla fine del 2006. Evidente la lunga salita dal 2003.

rendimenti positivi, anche se inferiori rispetto a quelli dei Paesi sviluppati. Le valutazioni sono tirate - il rapporto prezzo/valore contabile è alto e i rendimenti di cassa sono bassi secondo gli standard storici. Il sentiment è ritornato all'euforia, un'altra ragione per cui essere cauti. Gli indici di rendimento stanno scendendo ma adesso potrebbero essere vicini a un punto di svolta per essere utili a questi mercati azionari. In sintesi, il nostro atteggiamento nei confronti dei paesi emergenti è che andranno benino nel 2007.

### E i settori?

Al momento, preferiamo settori quali il finanziario e il tecnologico, siamo generalmente neutrali su settori come l'industriale e beni di consumo ciclici, invece siamo sottopeso su alcuni settori difensivi come il Food & Beverage, Health Care e Utilities.

### E ancora, oltre ai richiami di breve termine sui settori, quali altri argomenti emergeranno?

Ne abbiamo due. Il primo è quello della cosiddetta Plutonomy: i ricchi, cioè, stanno beneficiando in modo sproporzionato dell'attuale situazione globale e stanno probabilmente diventando sempre più ricchi. Ci piacciono titoli che offrono servizi o vendono ai ricchi, siano questi beni di lusso, banche private o altre compagnie legate a questo tema, come per esempio le case di aste d'arte. Il secondo tema è il rapporto tra la spesa corporate e la spesa dei consumatori.

Nonostante la porzione di consumatori ricchi sia in gran forma, pensiamo che quella a reddito medio abbia qualche difficoltà. Dall'altra parte, le società hanno un sacco di liquido e sono sotto-investite.

La spesa corporate crescerà probabilmente più rapidamente di quella dei consumatori nei prossimi anni - positivo per le società legate alla spesa di capitale o quelle coinvolte più ampiamente nella spesa corporate come i titoli tech. Allo stesso modo pensiamo che il boom delle fusioni e acquisizioni continuerà con le società che investono il flusso di cassa in acquisizioni. ■

# L'EUROPA ■ MERCATO A RISCHIO CORREZIONE, MA RESTA RIALZISTA

■ a cura di Goldman Sachs

**N**el 2006, i principali mercati azionari hanno messo a segno forti guadagni. Sebbene si vedano segni di compiacimento del mercato per le condizioni macroeconomiche, siamo portati a considerare qualsiasi battuta d'arresto una correzione a breve termine in un mercato costantemente rialzista. Per il 2007, prevediamo rendimenti totali europei pari all'11%.

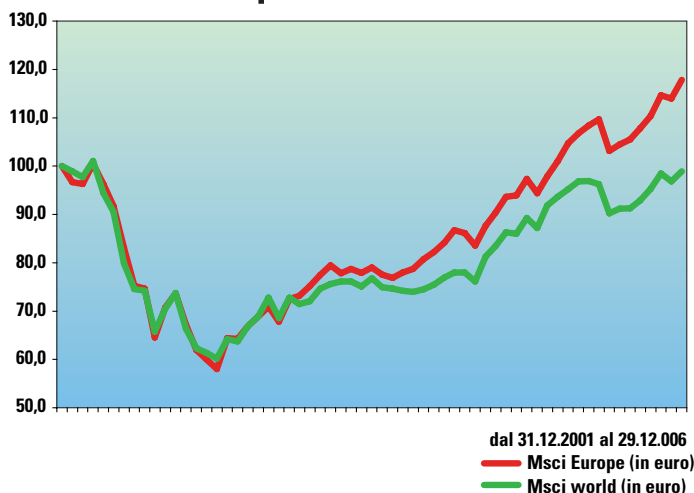
### ■ PROSPETTIVE A BREVE TERMINE

E' aumentato il rischio di correzione. In seguito all'incremento del 19% dei titoli azionari europei rispetto al momento di debolezza del giugno 2006, riteniamo aumentato il rischio di una battuta d'arresto dei mercati. Esaminando le quattro principali impennate dei prezzi ri-

spetto alla fase critica del 2003, la prima ha comportato un guadagno del 52%, mentre le tre seguenti hanno generato il 20% ciascuna, e sono durate circa sei mesi. La correzione media nei quattro periodi è stata del 6% circa.

Molti indicatori suggeriscono che il mercato abbia una visione ottimistica del contesto macroeconomico. Il consensus economico rimane fiducioso, i titoli Usa collegati alle abitazioni e ai beni di consumo si sono ripresi e i titoli di crescita (growth) in Europa e negli Usa hanno ottenuto una buona performance. Inoltre, il mercato delle opzioni suggerisce che ci sia una focalizzazione sui catalizzatori microeconomici, che lascia il mercato vulnerabile alle condizioni macroeconomiche. In tutti i casi nel 2007 prevediamo una ripresa del mercato rialzista. Rimaniamo

## Europa batte mondo



Confronto tra media delle Borse europee e media mondiale secondo gli indici Morgan Stanley. Le performance sono entrambe calcolati in euro.

positivi sulle prospettive per l'insieme dei titoli azionari nel 2007 e tendiamo a considerare qualsiasi battuta d'arresto un'opportunità di acquisto. La prospettiva macroeconomica dei nostri economisti rimane positiva e la valutazione continua a sostenere l'azionario come classe di asset. I rischi? I margini rappresentano il principale rischio per gli utili e il ritorno sul capitale (ROE). A nostro parere, il principale rischio per il 2007 è che i margini, che sono stati il principale driver dell'incremento del ROE negli ultimi anni, siano sottoposti a pressioni. I nostri analisti prevedono un incremento dei margini nel 2007. Tuttavia, anche una leggera flessione avrebbe un effetto negativo sul ROE e di conseguenza sui prezzi dei titoli azionari. Un calo dell'1% dei margini netti ridurrebbe il ROE stimato per il 2007 dal 17,5% (sulla base delle attuali previsioni) al 15,3%.

### ■ STRATEGIA SETTORIALE

Nel 2007, prevediamo un rendimento totale dell'11% per i titoli azionari europei. Abbiamo promosso i titoli **telecom** a Overweight (sovrappeso in portafoglio) e rimaniamo Overweight per **minerari, petroliferi, farmaceutici e software**. Declassiamo,

invece, **utilities e cura personale** a Underweight (sottopeso) così come rimaniamo underweight per **automobilistici, bevande e chimici**. De-classiamo a Neutral (peso neutrale in portafoglio rispetto al benchmark) **assicurativi, bancari e beni di lusso**.

**SOVRAPPESARE LETELECOM.** Riteniamo che le condizioni macroeconomiche, parallelamente allo slancio di miglioramento degli utili a livello di azionario, sostengano una forte performance e che i titoli telecom offrano un'esposizione difensiva nell'attuale contesto.

**RIMANERE SOVRAPPESATI NEI MINERARI, PETROLIFERI, FARMACEUTICI E SOFTWARE.** Il nostro team dedicato rimane positivo riguardo alla prospettiva per i prezzi delle commodities, e sia il settore minerario che quello petrolifero hanno recentemente assistito a un momento positivo a livello di utili. I farmaceutici sembrano attualmente attraenti sulla base delle valutazioni.

**GLI ASSICURATIVI PASSANO A NEUTRAL, LE UTILITIES E LA CURA PERSONALE A UNDERWEIGHT.** Vediamo un certo rischio di correzione nel breve periodo. La valutazione sembra meno favorevole agli assicurativi con una sopravvalutazione per le utilities. Le aziende di prodotti

per la cura personale devono far fronte a difficoltà strutturali e a un calo del potere di definizione dei prezzi.

Abbiamo adottato un approccio basato su tre aspetti per le nostre opinioni sul mercato: 1) miglioramento dei fondamentali sulla base di valutazione, crescita e rendimenti; 2) lo sfondo economico che comprende il ciclo economico Usa e il rischio valutario; 3) catalizzatori specifici per il settore. In conclusione riteniamo che l'attuale contesto sia favorevole agli azionari nel 2007. Nel breve periodo riteniamo che il compiacimento del mercato per il contesto macroeconomico possa determinare una correzione a breve termine; tendiamo tuttavia a considerarla un'opportunità di acquisto in un mercato costantemente rialzista.

### ■ I CRITERI PER SEGLIERE

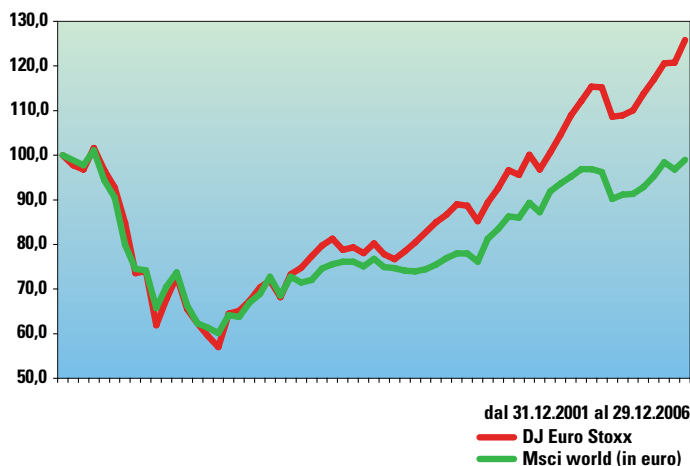
A livello settoriale, l'attuale contesto di mercato richiede l'abbinamento di uno stile di gestione misto top-down e bottom-up. Abbiamo quindi adottato un approccio basato tre punti per le nostre decisioni di allocazione settoriale

**1 ■ FONDAMENTALI E VOLATILITÀ VARIABILI: ESAMINIAMO IL CAMBIAMENTO A LIVELLO DI VALUTAZIONE DEL SETTORE, RENDIMENTI, CRESCITA E VOLATILITÀ UTILIZZANDO I PUNTEGGI DEL GOLDMAN SACHS INVESTMENT PROFILE.**

**2 ■ SFONDO ECONOMICO E CICLO USA: EVIDENZIAMO I SETTORI MENO ATTRAENTI NELL'ATTUALE FASE DEL CICLO ECONOMICO.**

**3 ■ CATALIZZATORI BOTTOM-UP SPECIFICI AL SETTORE: INCLUDIAMO CAMBIAMENTI NEI FATTORI SPECIFICI AL SETTORE E SOPPESIAMO LA RILEVANZA DI TALI DRIVER MICROECONOMICI ACCANTO A QUELLI MACROECONOMICI.**

## E in area euro il distacco aumenta



Confronto sui cinque anni tra mercati azionari dell'area euro, misurati dall'indice DJ Euro Stoxx, e media mondiale. Nell'ultimo anno, in euro, si è accentuato il divario.