



# GLOBAL NETWORK NEWS

MARZO 2015

## Dove è possibile trovare valore sui mercati globali?

Dopo anni di espansione dei mercati azionari globali e di rendimenti ai massimi storici in molti settori del mercato obbligazionario, vi è ancora spazio per individuare opportunità di rendimento, oppure quasi tutte le asset class sono divenute troppo costose?

Alcuni esperti degli investimenti di Natixis Global Asset Management illustrano le proprie prospettive in tema di valutazioni e indicano dove sia possibile individuare attualmente le migliori opportunità in termini relativi e le residue occasioni d'investimento.

"I vari esperti degli investimenti delle nostre affiliate sono costantemente alla ricerca delle opportunità esistenti nelle varie aree geografiche e segmenti di mercato, analizzando al contempo i rischi insiti in ogni tipologia di investimento – afferma **Antonio Bottillo, amministratore delegato per l'Italia di Natixis Global Asset Management**. Ma oggi più che mai il rischio diventa una variabile essenziale da valutare e prendere in considerazione come step iniziale di ogni processo di costruzione del portafoglio. La domanda cruciale da porsi e da porre ai risparmiatori è "quanto rischio si è disposti ad assumere e accettare e questo livello di rischio è in linea con gli obiettivi di lungo termine?". Da questa domanda si può partire per costruire portafogli più robusti e durevoli, focalizzati sulle reali necessità degli individui"



**David Herro,**  
Chief Investment Officer,  
International Equities  
Harris Associates L.P.

In qualità di investitori bottom-up, decidiamo se investire o meno in una società sulla base della sua valutazione e della qualità del suo business piuttosto che in base al paese di domicilio. Attualmente riscontriamo molte opportunità di investimento in Europa e manteniamo un'esposizione contenuta alle società situate nei mercati emergenti.

I nostri portafogli internazionali hanno sempre avuto un peso importante sull'Europa, ma l'esposizione attuale è vicina ai massimi. Molti credono erroneamente che l'Europa sia un mercato omogeneo e che una società domiciliata in Europa generi tutti i propri utili sul mercato interno. Personalmente cerco di trarre beneficio da tali

generalizzazioni. Ad esempio, uno dei nostri maggiori investimenti è costituito da Intesa Sanpaolo, una banca retail e commerciale italiana ben capitalizzata, dotata di un'ottima struttura di franchising commerciale nell'Italia settentrionale, ossia in un'area ricca e industrializzata del paese. La società vanta inoltre un ottimo management, orientato all'efficienza operativa e allo sviluppo di attività che generano commissioni, quali l'asset management e le assicurazioni. Sebbene la società vanta questi solidi fondamentali da diversi anni, qualche anno fa il prezzo delle sue azioni è sceso al di sotto di un terzo dell'effettivo valore contabile a causa dei timori di un contagio sul debito sovrano europeo. Data la mia convinzione che le prospettive di lungo termine dell'Italia fossero migliori rispetto ad altri paesi periferici dell'Unione Europea, il fatto che Intesa fosse prezzata come una banca greca era piuttosto interessante.

## Individuare valore in Giappone

Negli ultimi anni abbiamo ridotto l'esposizione nei confronti del Giappone. I recenti risultati elettorali in Giappone sono positivi poiché dimostrano che il Primo Ministro Abe è seriamente intenzionato a riformare il paese. Ma ciò non cambia il fatto che i prezzi azionari giapponesi siano aumentati notevolmente negli ultimi due anni e che sebbene i valori aziendali siano anch'essi aumentati, ciò non sia avvenuto allo stesso tasso del mercato. Due anni fa circa il 25% del nostro portafoglio internazionale era investito in Giappone, ma oggi è sceso quasi al 10%. Le nostre due maggiori posizioni sono Honda e Toyota, che beneficiano notevolmente della debolezza dello yen, oltre a vantare un'ottima esposizione verso i mercati emergenti e ad essere caratterizzate da fattori specifici che possono comportare un aumento della loro redditività.

## Le azioni dei mercati emergenti non sono prezzate correttamente

Consideriamo poco interessanti i mercati emergenti per vari motivi. Innanzitutto, è molto difficile individuare aziende con una governance chiara e trasparente, una buona redditività, efficaci modelli di business e le cui azioni siano scambiate a prezzi interessanti. Preferisco un'esposizione verso mercati emergenti tramite società come Daimler, società del gruppo Mercedes-Benz; Diageo, la società di superalcolici, e Richemont che detiene marchi di lusso come Cartier, Piaget e JaegerLeCoultre. Tutte queste società sono esposte al settore dei consumi sui mercati emergenti, soprattutto in Asia. E i relativi titoli sono prezzati in modo molto interessante in questo momento.



**Eileen Riley,**  
Global Equity Manager  
Loomis, Sayles &  
Company

Oggi, i titoli azionari sembrano offrire le opportunità relative più interessanti, soprattutto se confrontati con il mercato del credito. In ambito azionario, ritengo interessanti alcuni comparti del settore dei beni di consumo discrezionali, così come la sanità e la tecnologia.

## La crescita degli utili è il principale driver del valore

In generale, possiamo dire che le varie fasi di espansione dei mercati azionari a livello globale negli ultimi anni si sono ormai concluse. Nei prossimi periodi, soprattutto sul mercato statunitense, le performance azionarie saranno legate sostanzialmente alla crescita degli utili. Di conseguenza, sarà sempre più importante selezionare attentamente i singoli titoli. Vi sono numerose realtà statunitensi che stanno andando bene e

che sono in grado di far crescere i propri flussi di cassa e di utilizzare il capitale in eccesso per alimentare la crescita del prezzo azionario, sia attraverso operazioni di riacquisto azioni che effettuando fusioni e acquisizioni (M&A).

Un altro fattore positivo per i titoli azionari è costituito dall'aumento dei dividendi e dall'aumento di operazioni di riacquisto di azioni da parte delle grandi multinazionali. Il dividend yield (comprensivo del repurchase yield) dello S&P 500®, è pari al 4%. Il che non è affatto male.

## Le imprese giapponesi sono in salute

Sebbene il contesto macroeconomico del Giappone sia poco convincente e caratterizzato da numerose sfide (Abenomics e riforme), lo stato di salute delle imprese è positivo. Oggi i gruppi dirigenti sono lievemente più allineati con gli interessi degli azionisti. Per la prima volta alcune società hanno aumentato i dividendi e talvolta hanno riacquisito le proprie azioni. Inoltre, gli utili sono tornati ai livelli del 2007. Questo può essere in parte attribuito all'indebolimento dello yen, ma non penso che tale condizione cambierà a breve. Complessivamente, vi sono alcune opportunità di investimento a livello di singoli titoli in Giappone.

## Un contesto più favorevole per i mercati azionari

Tradizionalmente i mercati azionari tendono a sovraperformare i mercati obbligazionari in fasi di aumento dei tassi di interesse. Pertanto, con l'avvicinarsi del primo aumento dei tassi da parte della Fed negli Stati Uniti nel corso del 2015, tendo ad avere un approccio più costruttivo nei confronti dei titoli azionari. Inoltre, le politiche messe in atto da BCE e Banca del Giappone, che implicano l'iniezione di liquidità nei rispettivi mercati, promettono bene per i titoli azionari.



**Yves Maillot,**  
Head of Europe Equity  
Investment  
Natixis Asset  
Management

Con un rapporto prezzo utili (P/E) medio di 15,9 in base alle nostre ultime stime del consensus sugli utili per il 2015, le valutazioni azionarie europee non sembrano né costose né economiche in questo momento<sup>1</sup>. La crescita attesa degli utili (4% e -6% per gli utili nel Regno Unito) è stata danneggiata dalle correzioni al ribasso dei profitti del settore petrolifero. Tuttavia, se guardiamo al dividend yield medio del 3,5% (3,9% per i titoli nel Regno Unito), il mercato azionario europeo appare appetibile<sup>1</sup>.

I titoli europei sembrano più interessanti rispetto a quelli statunitensi, che sono più costosi (rapporto prezzo/utili medio di 17,9 e rapporto prezzo/valore contabile di 2,6 secondo le nostre stime del consensus)<sup>1</sup>. Tuttavia, i titoli giapponesi (con un rapporto prezzo/utili di 14,6 secondo le attuali stime sugli utili) sembrano molto più economici seppur con un dividend yield inferiore (2%) rispetto a quello europeo, e i titoli dell'area Asia ex-Giappone sono attualmente prezzati allo stesso livello (rapporto prezzo/utili di 15,7)<sup>1</sup>.

## L'indebolimento dell'euro è favorevole per le azioni europee

Grazie all'effetto combinato dell'indebolimento dell'euro e della riduzione dei prezzi dell'energia sui profitti attesi, le stime sugli utili dovrebbero essere riviste al rialzo nei prossimi mesi. Ad esempio, un prezzo del petrolio stabile nel range di 50 dollari al barile dovrebbe generare un upgrade di circa il 7% dei benefici in Europa, ed un aumento del 10% del tasso di cambio euro-dollaro dovrebbe costituire un effetto positivo di circa il 10%. Nel complesso, credo che gli utili delle

società quotate in Europa abbiano un potenziale di crescita del 10-15%, il che giustifica una simile performance dei titoli. Fino ad ora, il mercato azionario è stato supportato dall'annuncio a gennaio del programma di quantitative easing da parte della BCE, performando bene a partire da quel momento. Ritengo vi sarà una maggiore volatilità a causa delle incertezze presenti, ma le valutazioni relativamente interessanti e i potenziali aumenti degli utili lasciano spazio ad un ulteriore apprezzamento dei titoli.

Incertezza di mercato e volatilità possono generare un "premio" notevole per i settori difensivi dell'economia (sanità, beni di largo consumo, settore immobiliare, società high-yielding) nonché valutazioni interessanti per alcuni titoli ciclici. Continuiamo a preferire modelli di business caratterizzati da una crescita stabile dei flussi di cassa. I bilanci aziendali sono tuttora favorevoli per gli azionisti. L'efficiente utilizzo del denaro permane un tema importante per il 2015. Pertanto, rimangono particolarmente interessanti le realtà che offrono una crescita regolare sia del rendimento che del dividendo. Come possiamo vedere negli Stati Uniti, piani di buy-back azionario contribuiscono anch'essi al rendimento per l'azionista. Inoltre, prevedo per quest'anno l'attuazione di ulteriori fusioni e acquisizioni in diversi settori.

1 Fonte: Natixis Asset Management, MSCI and Worldscope via Factset, 1° febbraio 2015



**Vincent Chailley,**  
Chief Investment Officer  
HzO Asset Management

I mercati finanziari globali sono caratterizzati da un ritorno della volatilità, alimentata principalmente dalla differenziazione fra le politiche delle

banche centrali attualmente impegnate in programmi restrittivi (prima la Banca Nazionale Svizzera, poi la Federal Reserve statunitense e la Banca d'Inghilterra in un prossimo futuro) e quelle delle banche centrali che stanno completando il quantitative easing, tra cui la Banca centrale europea (BCE). Di fronte alla prospettiva di ulteriori sorprese da parte di banche centrali costrette ad effettuare operazioni di normalizzazione, gli investitori devono fare i conti con una carenza di sistemi di protezione affidabili (come l'utilizzo di strumenti a duration lunga o la posizione lunga sul dollaro statunitense), in uno scenario di bassi tassi di interesse e valute troppo instabili.

### **I picchi di volatilità possono offrire opportunità**

Gli shock di mercato potrebbero diventare sempre più violenti e frequenti. Tuttavia, dovrebbero diventare sempre meno contagiosi. A fronte di normative più rigide, le banche e gli investitori sono molto meno indebitati che in passato. Di conseguenza, una crisi locale in un paese emergente difficilmente si tradurrebbe oggi in una catastrofe sistemica. I crolli dei mercati finanziari, come quello di ottobre, rimangono limitati nel tempo e nello spazio. Inoltre, gli shock ricorrenti seppur di breve durata, possono creare opportunità di investimento per chi è in grado di comprendere le motivazioni tecniche alla base e è dotato di un certo margine di manovra per poter intervenire.

Fino a quando le banche centrali procederanno all'unisono con i programmi di espansione monetaria, i mercati azionari e obbligazionari cresceranno costantemente e senza troppa volatilità. La divergenza fra le attuali politiche monetarie potrebbero perturbare tali traiettorie. Le tradizionali allocazioni di portafoglio bilanciate, supportate da premi al rischio elevati e dall'atteggiamento accomodante delle banche centrali, sono probabilmente destinate a sottoperformare.

I mercati obbligazionari sono a rischio di ribasso, poiché non si tratta di capire se la Federal Reserve aumenterà i tassi, ma piuttosto quando lo farà. I mercati azionari dovrebbero senz'altro sovra performare, seppur in modo discontinuo. Al contrario, i mercati valutari rimasti "inattivi" negli ultimi periodi di politica di tassi d'interesse a zero si stanno risvegliando di fronte ad importanti aggiustamenti. Il rafforzamento del dollaro statunitense è soltanto all'inizio, così come quello delle valute dei paesi nelle fasi più avanzate della normalizzazione della politica monetaria.

### **L'importanza della flessibilità per individuare valore a livello globale**

In questo nuovo e difficile scenario, sono avvantaggiati i gestori che adottano approcci e tecniche alternativi realmente globali ed estremamente reattivi. Strategie lievemente direzionali ed essenzialmente relative value sono essenziali per ottenere buone performance, in quanto, oggi, è possibile trovare valore trasversalmente in asset class, mercati, settori, ecc. I team di gestione devono essere organizzati di conseguenza, non per asset class o aree geografiche, ma sulla base dei fattori che guidano la performance relativa dei mercati. È inoltre necessaria una notevole esperienza nella gestione delle valute ed una comprensione perfino maggiore delle correlazioni e della loro dinamicità.

## [DEFINIZIONI E AVVERTENZE]

**Abenomics** indica le politiche economiche sostenute da Shinzo Abe a seguito delle elezioni di dicembre 2012, che hanno portato alla sua rielezione a primo ministro del Giappone. L'Abenomics si basa sulle "tre leve" dello stimolo fiscale, dell'allentamento monetario e delle riforme strutturali.

**Ciclici** fa riferimento a titoli di società attive in settori sensibili all'andamento del ciclo economico, per cui i ricavi sono generalmente maggiori in periodi di prosperità ed espansione economica, e minori in periodi di contrazione e recessione. I settori ciclici comprendono quelli che producono beni durevoli come, materie prime e macchinari per l'industria pesante.

**Direzionale**, indica una strategia di investimento che assume una posizione netta lunga o corta in un dato mercato. La strategia consiste nello scommettere su quale direzione prenderà il mercato nel suo compelsso.

**Il flusso di cassa (free cash flow)** indica il flusso monetario generato da un'attività dopo aver preso in considerazione le spese in conto capitale quali immobili o macchinari. Tale denaro può essere utilizzato per scopi di espansione, distribuzione di dividendi, riduzione del debito o altri scopi.

**Espansione dei multipli** indica l'aumento del rapporto prezzo-utili, o multiplo, di un titolo o gruppo di titoli. In sostanza, si tratta di acquistare a prezzo basso e vendere a prezzo alto.

**Normalizzazione della politica monetaria** indica le decisioni della banche centrali di abbandonare una strategia di acquisto di titoli di stato a lungo termine per tenere bassi i tassi d'interesse.

**Il rapporto prezzo utili** rapporta il prezzo di un'azione all'utile per azione prodotto dalla società. Può essere noto anche come "**multiplo di prezzo**" o "**multiplo degli utili**". Gli investitori non dovrebbero basare le proprie decisioni di investimento solo sul P/E poiché il denominatore (utili) si fonda su principi contabili che possono essere soggetti a manipolazioni. La qualità di un rapporto P/E è tanto più elevata quanto più lo è la qualità degli utili sottostanti.

**Rapporto prezzo/valore contabile** è un rapporto che consente di confrontare il valore di mercato di un titolo col suo valore contabile. Viene calcolato dividendo l'attuale prezzo di chiusura del titolo per il valore di libro per azione nell'ultimo trimestre.

**Quantitative easing (QE)** indica una politica monetaria utilizzata da una banca centrale per stimolare un'economia laddove la politica monetaria standard sia diventata inefficace. Lo scorso 22 gennaio, la Banca centrale europea ha annunciato che implementerà un programma di quantitative easing da oltre 1 trilione di euro.

**La gestione relative value** tenta di sfruttare differenze di prezzo o di tasso in relazione a titoli identici o simili. La strategia relative value punta sui disallineamenti di prezzo piuttosto che sul prezzo di un singolo titolo. La strategia relative value può assumere posizioni laddove si ritiene che il disallineamento tra prezzi o tassi abbia raggiunto il suo apice ed è quindi prevedibile si riduca, oppure può assumere posizioni in un titolo laddove titoli simili stiano subendo modifiche di prezzo.

**Risk-on risk-off** fa riferimento a cambiamenti di attività di investimento in risposta a tendenze economiche globali. Durante i periodi in cui il rischio è considerato basso, la teoria risk-on afferma che gli investitori tendono ad effettuare investimenti a rischio maggiore. Risk-off fa riferimento al comportamento degli investitori che si verifica laddove il rischio sia percepito come elevato e si tende a gravitare verso investimenti a rischio più contenuto.

**L'indice S&P 500®** è un indice ampiamente riconosciuto per misurare l'andamento del mercato azionario USA. È un indice di un mercato non gestito che comprende 500 titoli scelti in base a criteri quali la dimensione del mercato, la liquidità e la rappresentatività del comparto industriale. L'indice comprende il segmento large cap del mercato azionario statunitense.

**Yen** è la valuta del Giappone.

**La politica di tassi d'interesse a zero (ZIRP)** è un concetto macroeconomico che descrive condizioni di tasso di interesse nominale molto basso, come quelli nell'attuale Giappone e, a partire dal 16 dicembre 2006, può essere associato negli Stati Uniti ad una lenta crescita economica.

**CFA®** Chartered Financial Analyst sono marchi registrati di proprietà dal CFA Institute.

**AVVERTENZA:** Il presente documento può contenere riferimenti a diritti d'autore, indici e marchi di terzi, ciascuno dei quali appartiene al rispettivo proprietario. Tale proprietario non è affiliato a Natixis Global Asset Management o a qualsiasi sua società correlata o controllata (collettivamente "NGAM") e non sponsorizza, sostiene o partecipa alla fornitura di qualsiasi servizio, fondo o altro prodotto finanziario offerto da NGAM.

Le informazioni sugli indici contenute nel presente documento sono fornite da terzi e sono espresse senza rielaborazioni. L'utilizzatore di tali informazioni si assume l'intero rischio connesso all'utilizzo delle stesse. Ciascuno dei soggetti terzi coinvolti nella redazione, elaborazione o creazione di informazioni sugli indici, declina qualsiasi responsabilità (compresa, ma non solo, qualsiasi garanzia di originalità, accuratezza, completezza, tempestività, non violazione, commerciabilità e idoneità per un fine particolare) rispetto a tali informazioni.

Questo documento è stato preparato da Natixis Global Asset Management e fornito a fini puramente informativi. Il contenuto non può essere distribuito, pubblicato o riprodotto, in tutto o in parte. Le analisi e le opinioni qui espresse rappresentano i giudizi soggettivi degli intervistati alla data riportata e sono soggette a cambiamenti. Il presente materiale non è da intendersi in termini di offerta di servizi finanziari né di sollecitazione o proposta di acquisto o vendita di strumenti finanziari.

Natixis Global Asset Management è la società capogruppo di una serie di società specializzate nella gestione e distribuzione a livello mondiale, compresi i gestori indicati nel presente documento. Rappresentata in Italia da NGAM S.A., Succursale Italiana, Via Larga, 2 – 20122 Milano, Italia.

Per maggiori informazioni, rivolgersi a: [info-italia@ngam.natixis.com](mailto:info-italia@ngam.natixis.com) – Tel. 02 72 73 05 1

**Documento ad uso riservato degli investitori professionali di cui è vietata la diffusione tra il pubblico.**