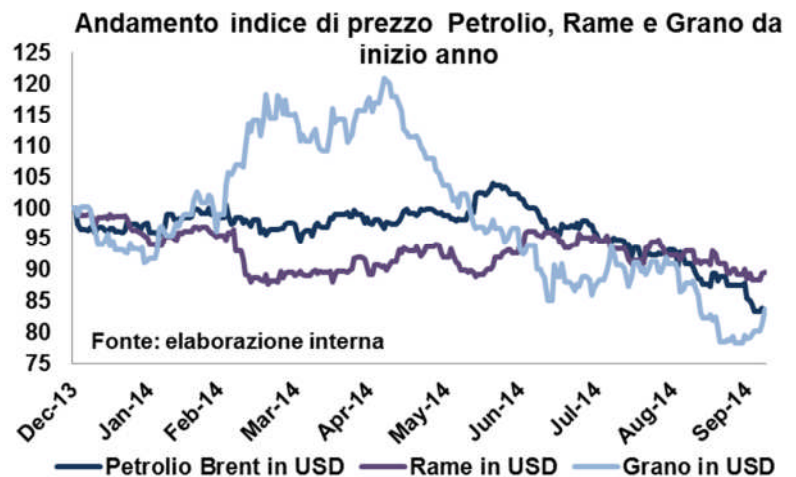


Il punto sui mercati azionari

A cura di: Renato Zaffuto

Dall'inizio dell'estate sui mercati si è cominciato ad assistere ad alcuni movimenti guidati dalle valute e dall'aggiustamento delle aspettative sulla traiettoria della crescita economica fra le diverse aree geografiche. Da inizio maggio ad inizio ottobre, l'euro si è deprezzato di quasi il 10% contro il dollaro. Tuttavia, la forza del dollaro americano, un po' contro tutte le valute, è lo specchio di una divergenza nelle aspettative di crescita economica e di ciclo monetario fra gli Stati Uniti e Regno Unito da un lato, e un buon numero dei maggiori Paesi del resto del mondo dall'altro.

Il rallentamento della crescita economica mondiale, trainato dal ciclo manifatturiero di Germania, Cina e Giappone, appare sempre più evidente man mano che escono i dati. La frenata della zona-Euro in estate, in particolare dei Paesi core, è stata profonda. Le conseguenze delle sanzioni alla Russia, a seguito delle tensioni in Ucraina, sembrano aver avuto un peso importante. Anche il rallentamento in Cina, seppur tenuto sotto controllo dalle Autorità governative, sta giocando un ruolo rilevante nel processo di aggiustamento delle previsioni sul ciclo economico mondiale. La dinamica fortemente discendente dei prezzi delle materie prime riflette pertanto un calo generalizzato della domanda globale, sebbene ci sia anche un effetto legato alla forza del dollaro americano.



Dall'inizio dell'anno sino alla primavera sono stati osservati flussi consistenti degli investitori americani verso i mercati azionari europei, in particolare verso Italia e Spagna. Dall'estate questi flussi hanno progressivamente cominciato a rallentare e poi ad invertirsi man mano che l'euro si indeboliva e la crescita economica nella zona-Euro frenava.

Le valutazioni dei mercati azionari dei Paesi avanzati non sembrano né più tanto a sconto né ancora tanto eccessive. Si collocano proprio a metà, anche in base ai riferimenti storici. Il proseguimento del trend rialzista, iniziato a metà 2012, richiede tuttavia una spinta più robusta dalla crescita degli utili societari. Il rialzo non può proseguire ancora sulla scia della rivalutazione dei multipli.

Sino ad inizio estate, pur con la consapevolezza della fragilità della ripresa, le aspettative si concentravano su un'accelerazione graduale del ciclo economico mondiale a partire dalla seconda metà del 2014 per poi estendersi alla prima metà del 2015. **La brusca frenata nella zona-Euro ed il rallentamento "morbido" in Cina stanno tuttavia spingendo verso revisioni al ribasso delle previsioni di crescita economica.** In questo nuovo contesto mondiale sembra sempre più difficile che gli USA e pochi altri Paesi riescano a tenere la traiettoria di lento rafforzamento del ciclo economico prospettato in precedenza. Anche la Fed nell'ultima riunione ha evidenziato questi rischi di rallentamento globale.

Nel frattempo siamo entrati nella "stagione delle comunicazioni sugli utili trimestrali". Negli USA le aspettative per questo trimestre sono promettenti ma il vero punto interrogativo sarà per l'anno prossimo. **Le stime sugli utili per azioni del 2015 sembrano al momento piuttosto elevate.** Di conseguenza, è verosimile un'ondata di revisioni al ribasso nelle prossime settimane man mano che ci si avvicina al nuovo anno. Le stime erano guidate non solo dalle aspettative di accelerazione della crescita economica mondiale, ma anche da quelle sulla nuova liquidità iniettata dalla BCE con il recente pacchetto di misure di espansione quantitativa, oltre che da quelle su un più lento percorso di "normalizzazione" dei tassi monetari negli USA.

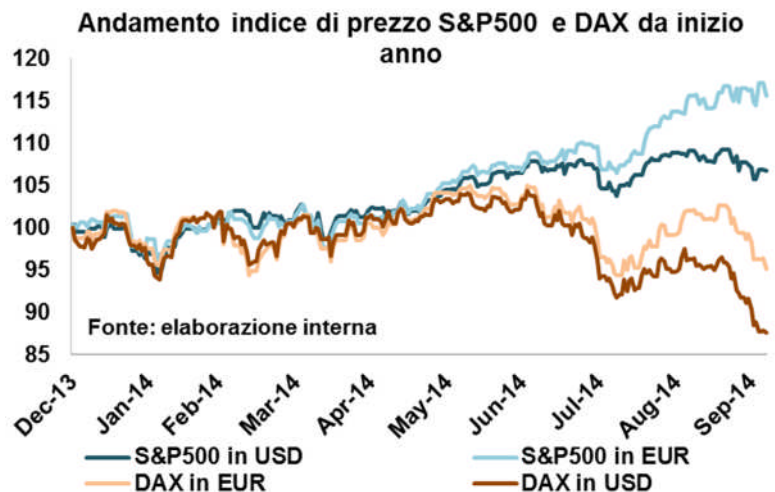
Con l'ampliarsi del gap di crescita e di ciclo monetario fra le due sponde dell'Atlantico, già dall'inizio dell'estate si è avviato un marcato processo di divergenza nell'andamento dell'indice azionario americano rispetto a quelli europei. L'indice azionario S&P500 ha continuato a salire, soprattutto se convertito in Euro, mentre l'indice DAX ha continuato a scendere.

L'Europa sembra sempre più "a metà del guado". Da un lato, il pacchetto di misure allestito dalla BCE richiede tempo (alcuni trimestri) prima di vedere i primi effetti di ripresa dell'attività creditizia delle banche a favore del settore privato. Tra l'altro la prossima scadenza sulla pubblicazione dell'Asset Quality Review non aiuta certo le banche ad anticipare interventi di espansione dell'attività creditizia.

Dall'altro lato, la crescita nel resto del mondo, con l'eccezione degli USA e del Regno Unito, appare in flessione.

Da fine maggio, la Borsa giapponese, che era scesa da inizio anno, ha invece segnato un recupero rispetto agli indici europei sull'onda di valutazioni relativamente più interessanti, di aspettative di nuovi interventi espansivi della Banca del Giappone e di aspettative di flussi dalla riallocazione del Fondo di Previdenza Pubblica.

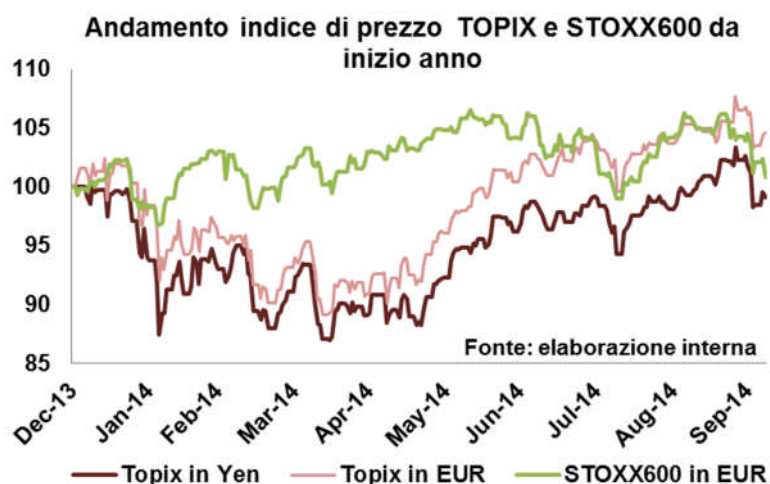
In generale, però, **in mancanza di altri fattori che possano guidare il proseguimento del trend rialzista dei mercati azionari nel breve periodo, è iniziata un'attività di acquisto di protezione,** che nell'ultimo mese ha spinto il VIX da 12 a 23. A fronte di crescenti aspettative di un possibile Quantitative Easing della BCE (di dubbia efficacia a questo punto), anche i temi di dibattito si sono spostati verso la



Il presente documento è uno strumento di supporto ad uso esclusivo dei Private Banker di Banca Fideuram S.p.A. e di Sanpaolo Invest SIM S.p.A. e non può essere consegnato alla clientela. Esso ha natura informativa e non contiene raccomandazioni o proposte ad effettuare operazioni su strumenti finanziari né costituisce o contiene offerte, inviti ad offrire, messaggi promozionali, pubblicitari o sollecitazione all'acquisto o alla vendita di strumenti finanziari rivolti al pubblico. Le informazioni contenute nel presente documento sono acquisite da fonti ritenute attendibili dal mercato, senza che la Società possa, tuttavia, garantirne in assoluto la completezza e la veridicità. La validità del presente documento, considerato il continuo evolversi degli andamenti di mercato, è da intendersi circoscritta alla data di redazione dello stesso. La Società si riserva il diritto di modificare, in ogni momento, le analisi e le informazioni ivi prodotte, nonché di operare scelte di portafoglio differenti rispetto alla view espressa o alle indicazioni prospettiche d'investimento eventualmente fornite nel presente documento.

necessità di un nuovo sostegno da politiche fiscali espansive, se quelle monetarie non dovessero comunque rivelarsi sufficienti ad irrobustire la crescita. Negli USA si comincia già a parlare di possibili programmi di taglio delle tasse in primavera, mentre in Europa si parla insistentemente di allentamento dell'austerità fiscale, almeno per gli investimenti in infrastrutture.

In questo contesto di fragilità economica, in attesa di vedere le prime evidenze di efficacia delle misure della BCE e di ripresa in Europa, **i mercati azionari si sono orientati verso un percorso di aggiustamento delle aspettative su traiettorie di crescita più moderate, pur nella consapevolezza di politiche monetarie ancora ben a sostegno.**



Elaborazione di **Renato Zaffuto**, Responsabile team di Gestione Mercati Azionari in FAMI.

Documento a cura del team Comunicazione e Supporto Commerciale di Fideuram Investimenti SGR.

Per ogni richiesta di informazioni si prega di contattare il team **Comunicazione e Supporto Commerciale**

e-mail: FIComunicazione@fideuramsgr.it

Fideuram Investimenti SGR

Il presente documento è uno strumento di supporto ad uso esclusivo dei Private Banker di Banca Fideuram S.p.A. e di Sanpaolo Invest SIM S.p.A. e non può essere consegnato alla clientela. Esso ha natura informativa e non contiene raccomandazioni o proposte ad effettuare operazioni su strumenti finanziari né costituisce o contiene offerte, inviti ad offrire, messaggi promozionali, pubblicitari o sollecitazione all'acquisto o alla vendita di strumenti finanziari rivolti al pubblico. Le informazioni contenute nel presente documento sono acquisite da fonti ritenute attendibili dal mercato, senza che la Società possa, tuttavia, garantirne in assoluto la completezza e la veridicità. La validità del presente documento, considerato il continuo evolversi degli andamenti di mercato, è da intendersi circoscritta alla data di redazione dello stesso. La Società si riserva il diritto di modificare, in ogni momento, le analisi e le informazioni ivi prodotte, nonché di operare scelte di portafoglio differenti rispetto alla view espressa o alle indicazioni prospettiche d'investimento eventualmente fornite nel presente documento.