

## Il punto sui mercati azionari

A cura di: Renato Zaffuto

Il **2015** prende avvio con alcuni **temi** che hanno caratterizzato l'andamento dei mercati azionari nella seconda metà del 2014:

- **La divergenza di ciclo economico e di politica monetaria fra gli USA e le altre maggiori aree geografiche**
- **La forza del dollaro;**
- **Gli impatti della pesante discesa del prezzo del petrolio;**
- **La sottoperformance dei mercati emergenti rispetto a quelli avanzati.**

L'accelerazione della crescita economica negli USA a partire dal secondo trimestre dello scorso anno ha coinciso con una più decisa decelerazione di quella europea, cinese e giapponese. Di conseguenza, **nel 2015 il tema principale sui mercati sarà legato al se e al come si ridurrà tale differenziale di crescita.** In particolare, ci si chiederà se l'economia americana potrà proseguire nella traiettoria di moderata accelerazione senza il contributo degli altri principali Paesi.

La divergenza non è solo di ciclo economico ma anche di ciclo monetario. Infatti, mentre le aspettative sulla Fed sono di un lento avvio verso la "normalizzazione" della politica monetaria, sulla BCE e la Banca del Giappone rimangono alte le attese di manovre espansive; in particolare sulla BCE, dopo l'inatteso intervento della Banca del Giappone a fine ottobre dello scorso anno. Il pacchetto di misure predisposto a giugno dello scorso anno dalla BCE man mano che l'economia, anche dei Paesi core, rallentava e le aspettative di inflazione si riducevano, è sembrato sempre più insufficiente a fronteggiare la ripresa del ciclo. Del resto, il programma di acquisti di asset-backed securities e covered bonds, per le dimensioni estremamente contenute del mercato europeo, era apparso da subito modesto per stimolare efficacemente la domanda. Inoltre, le aspettative di mercato di una rilevante espansione del bilancio della Banca Centrale erano state sistematicamente raffreddate dall'opposizione tedesca al Consiglio della BCE. Dopo l'ultima conferenza stampa di Draghi, le aspettative di un imminente Quantitative Easing sono tuttavia divenute altissime. Al di là delle modalità tecniche e delle differenze con il Quantitative Easing della Fed e del fatto che i rendimenti delle obbligazioni governative della zona-Euro siano già a livelli storicamente molto bassi, un intervento consistente di espansione dell'attivo del bilancio della Banca Centrale attraverso l'acquisto di titoli di stato favorirebbe la compressione duratura del premio per il rischio ed un'iniezione di liquidità, che si trasmetterebbe a tutti gli altri segmenti dei mercati finanziari, come il mercato del credito e quello azionario.

Data la struttura del mercato europeo, una ripresa dell'attività creditizia a favore del settore privato, in particolare di famiglie e piccole imprese, costituirebbe un forte stimolo all'economia. Gli ultimi cinque anni sono stati infatti caratterizzati da un prolungato deleveraging dei bilanci delle banche, tradottosi in una contrazione dell'attività creditizia. Con la creazione del pilastro della vigilanza comune sul settore bancario sono state poste le condizioni per la piena convergenza del costo di finanziamento delle banche, che favorirà maggiormente i Paesi periferici. Tuttavia, l'insieme di misure della BCE, che culminerebbe con la piena adozione del Quantitative Easing, dovrebbe fornire in definitiva la massima trazione alla domanda europea. Nell'arco di un paio di trimestri dovrebbero essere visibili i primi segni di ripresa del ciclo.

Il principale effetto dell'allargamento del differenziale di ciclo fra USA da un lato, ed Europa, Cina e Giappone dall'altro, a partire dalla primavera dello scorso anno è stato l'**apprezzamento del dollaro**. L'euro è sceso da 1.39 a 1.23, mentre lo yen è passato da 102 a 120 contro il dollaro. La debolezza dello yen è stata acuita dall'intervento inatteso della Banca del Giappone che, a fine ottobre 2014, ha annunciato una nuova ondata di misure di espansione quantitativa. L'impatto negativo sulla domanda finale dell'incremento dell'aliquota sulle imposte indirette è stato superiore alle attese; si sono di conseguenza rese necessarie nuove misure di stimolo monetario. In Giappone, la cosiddetta Abenomics ha previsto anche lo spostamento rilevante di allocazione dei fondi pensione dai titoli di stato verso l'azionario e verso titoli esteri, oltre che politiche di riforme. Le buone valutazioni relative, insieme alla direzione dei flussi per la riallocazione dei fondi pensione, rendono in prospettiva interessante l'investimento sul mercato azionario giapponese a cambio coperto.

La frenata della domanda mondiale, in particolare di quella cinese, l'eccesso di capacità produttiva e la forza del dollaro hanno favorito il **crollo del prezzo del petrolio** che, nel secondo semestre del 2014, è passato da 100 \$ a 65 \$ al barile. Le ragioni sono tante, così come quelle che spiegano la discesa dei prezzi di varie altre materie prime, ma una delle conseguenze di tale crollo è stata la revisione al ribasso delle aspettative di inflazione che, a sua volta, ha contribuito a spingere all'ingiù i rendimenti delle obbligazioni governative. Il tasso decennale del Bund tedesco è sceso addirittura sotto lo 0.70%.

Il più basso prezzo del petrolio, ad ogni modo, penalizza i Paesi produttori-esportatori ma favorisce i Paesi consumatori-importatori. Di conseguenza, resta qualche interesse selettivo verso i Paesi Emergenti importatori e, di recente, è tornato l'interesse verso il settore retail americano, dato che una dinamica positiva del mercato del lavoro negli USA ed un più basso prezzo del carburante dovrebbero sostenere una maggiore capacità di spesa delle famiglie americane.

Dal versante opposto, invece, il basso prezzo del petrolio frena o addirittura interrompe i progetti di investimento legati al settore dell'energia. Negli Stati Uniti il fenomeno della corsa allo sviluppo dello shale gas, che in pochi anni li potrebbe rendere energeticamente indipendenti, ha contribuito ampiamente ad alimentare la spesa per investimenti. Si stima che all'incirca un terzo della spesa per investimenti non-residenziali negli Stati Uniti sia legata al settore energetico e che il crollo verticale del prezzo del petrolio degli ultimi mesi possa far ridurre significativamente il contributo alla voce investimenti.

La discesa del prezzo del petrolio, la fine del super-ciclo decennale delle materie prime come effetto del rallentamento cinese, la forza del dollaro, la fine del Quantitative Easing americano e l'inizio del percorso di "normalizzazione" della politica monetaria della Fed sono tutti fattori fra loro collegati, che hanno contribuito negli ultimi mesi del 2014 ad **una marcata sottoperformance degli indici azionari dei Paesi Emergenti rispetto a quelli maturi**, in particolar modo rispetto a quello americano. Il 2015 inizia con

pochi elementi congiunturali che possano prospettare un'inversione di questo trend, anche se sarebbe preferibile una maggiore selettività verso quei Paesi Emergenti che hanno avviato un processo di riforme e possano beneficiare di un basso prezzo del petrolio; fra questi in primis l'India.

Le previsioni di consenso ad inizio 2014 raffiguravano scenari di progressiva salita dei tassi obbligazionari nel corso dell'anno in corrispondenza dell'avvio del processo di "normalizzazione" della Fed. Le dinamiche di mercato si sono rivelate invece diametralmente opposte, sia perché nella prima parte del 2014 il maltempo negli USA e le tensioni valutarie nei Paesi Emergenti hanno frenato la Fed e favorito la ricerca di sicurezza, sia perché dalla tarda primavera in avanti il rallentamento in Europa, Cina e Giappone hanno contribuito ad una significativa revisione al ribasso delle aspettative di crescita e di inflazione.

Il 2015 sembra aprirsi con un punto di massima divergenza nel ciclo fra gli USA da un lato, ed Europa, Cina e Giappone dall'altro. **Gli interventi della BCE, della BoJ e altri possibili misure di politica economica in Cina potrebbero ridare trazione alle economie di queste aree geografiche e favorire la riduzione del differenziale.** Se nel 2014, soprattutto nella seconda metà dell'anno, il tema-driver dei mercati è stato l'ampliamento della divergenza fra gli USA e le altre maggiori aree economiche del mondo (in termini di sovraperformance della Borsa americana, apprezzamento del dollaro e calo delle materie prime), nel 2015 il tema-guida potrebbe essere la riduzione di tale differenziale. In particolare, la riduzione del differenziale di ciclo potrebbe avvenire se gli interventi della BCE cominciasse a mostrare efficacia, se l'Abenomics iniziasse a funzionare e il soft landing dell'economia cinese reggesse. Se ciò accadesse, l'economia mondiale potrebbe avere una progressiva accelerazione nel corso dell'anno e far riprendere la domanda di materie prime. Un'inversione delle aspettative più negative sulla deflazione e l'avvio del percorso di "normalizzazione" della Fed potrebbero far risalire progressivamente i tassi obbligazionari.

I mercati azionari globali, in particolare quello europeo e giapponese, beneficerebbero della riduzione del differenziale e della maggiore trazione sulla crescita. Anche i settori più legati alla ripresa del ciclo mondiale sarebbero favoriti rispetto a quelli più difensivi.

In questo scenario, il lento ritorno alla "normalità" negli USA potrebbe tradursi nell'inizio di qualche pressione salariale in un mercato del lavoro sempre più robusto. Mentre si intensificano i segnali di maggiore vivacità del consumatore americano, dopo 5-6 anni di aggiustamento dei bilanci familiari, sullo sfondo rimane il tema dello sviluppo delle applicazioni delle nuove tecnologie connesse ad Internet. Quest'ultimo è un tema più strutturale che continuerà ad accompagnarci, accanto a temi più tattici e congiunturali legati alla riduzione del differenziale fra le maggiori aree geografiche.

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](mailto: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.