



Il punto sui mercati finanziari

Dalla grande recessione alla guerra delle Banche Centrali

Ottobre 2010

Indice

Il salvataggio dell'Eurozona

I mercati azionari hanno dato fiducia al piano

Non è stato un rialzo generalizzato

Nonostante il recupero molti mercati sono ancora in negativo

Che cosa sta muovendo i mercati

Il trascinarsi della crisi debitoria europea

I timori di una nuova recessione USA

La disoccupazione USA

Double deep improbabile secondo il FMI

Dopo la Greenspan put, la Bernanke put?

La guerra dei tassi di cambio

Valutazione dei mercati

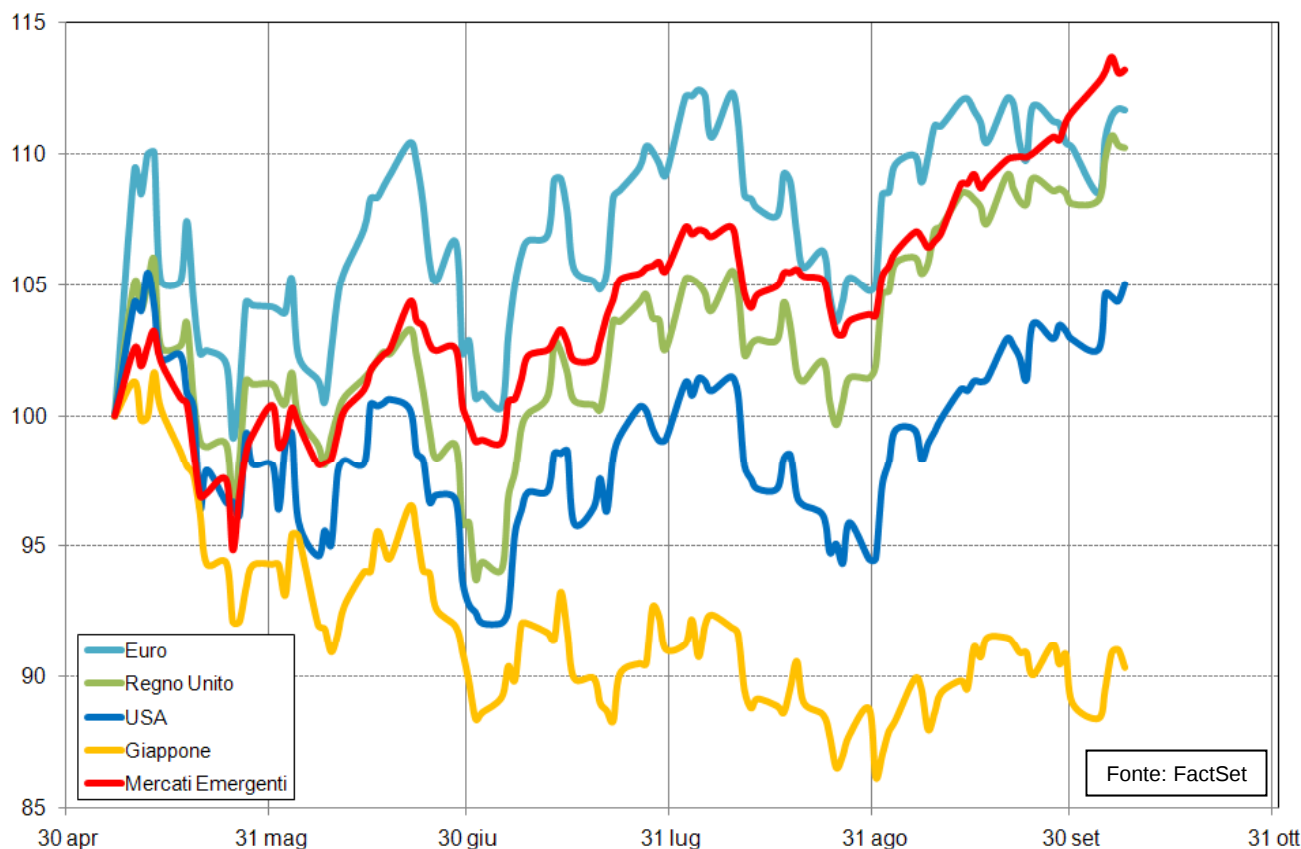
Utili attesi

Multipli storici

Nuova asset allocation azionaria internazionale

I principali indici azionari internazionali dal 7 maggio ad oggi

Indici MSCI dati in valuta locale base 100 al 7-5-2010



miliardi di euro) da destinare ai paesi dell'Unione in difficoltà.

Contemporaneamente la BCE, con una scelta di portata storica, ha adottato la decisione di acquistare sul mercato secondario titoli di Stato e obbligazioni emesse nei paesi membri, al fine di stabilizzare il mercato del debito europeo e di difenderlo dagli attacchi della speculazione.

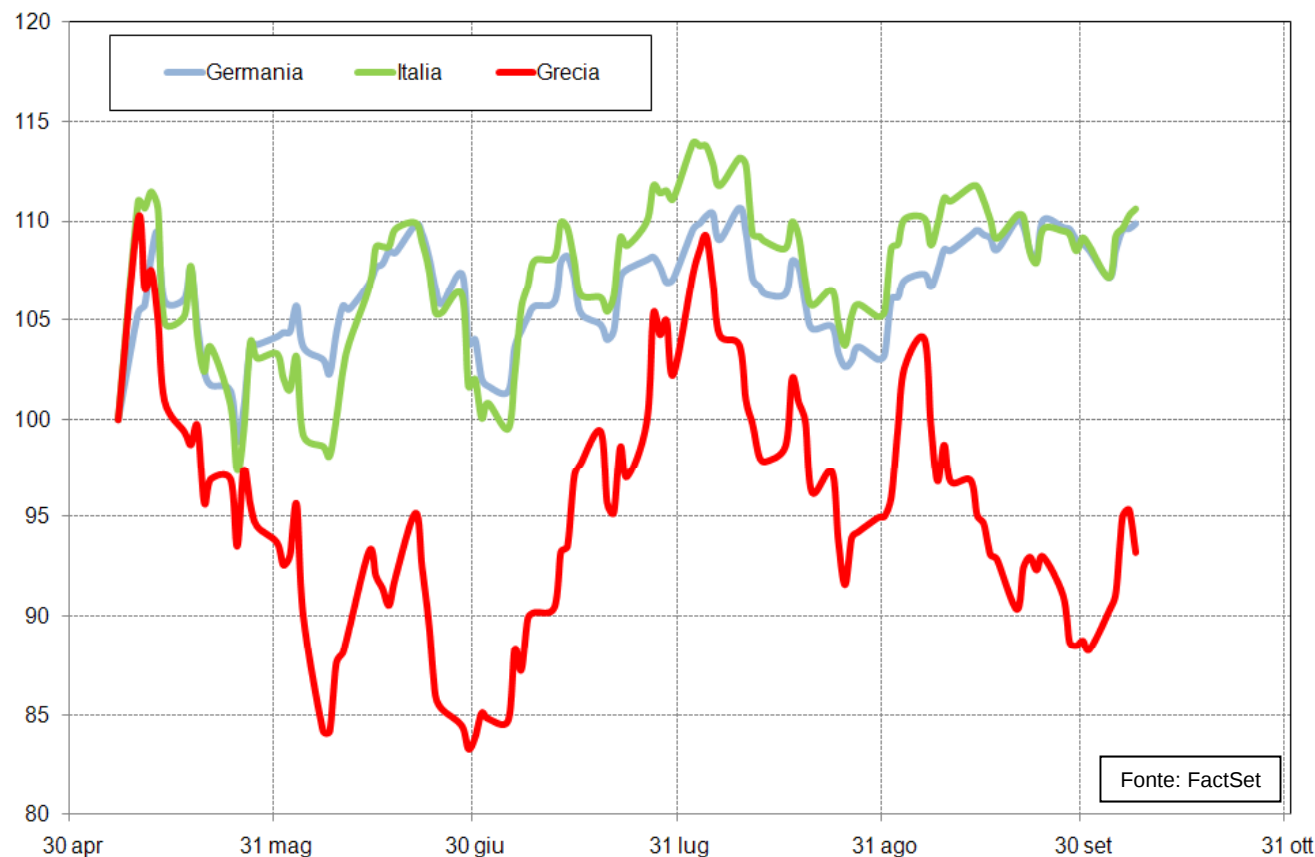
Osservando la figura possiamo affermare che, ad oltre cinque mesi di distanza, i mercati azionari hanno accolto positivamente quegli interventi: con la sola eccezione del Giappone, infatti, tutti i principali indici globali hanno realizzato consistenti rialzi.

Ovviamente i listini da cui ci si aspettava la reazione più brillante erano quelli dell'Area Euro, più danneggiati nella prima parte dell'anno dal precipitare della crisi. L'ottimo risultato messo a segno dall'indice MSCI Euro, secondo solo a quello dei Mercati Emergenti, ci sembra confermare che le attese sono state rispettate.

Il salvataggio dell'Unione Monetaria è stato realizzato nel corso della convulsa riunione dell'Ecofin tenutasi l'8 e il 9 maggio a Bruxelles. Il principale risultato di quella riunione è stato l'istituzione dell'European Financial Stability Facility, un "veicolo" garantito da tutti i paesi dell'Unione e dotato di rating AAA, attraverso il quale raccogliere fondi (fino a 440

I mercati di Germania, Italia e Grecia

Indici MSCI dati in euro base 100 al 7-5-2010



A guardare i listini azionari, l'Italia, il cui mercato a partire da maggio si è rivelato uno dei migliori in Europa e nel Mondo, sembrerebbe uscita dal gruppo dei paesi a rischio.

La Grecia, che come si ricorderà fu la causa principale della crisi, continua invece ad esprimere una certa debolezza, con un mercato azionario che oggi risulta ancora su livelli inferiori ai minimi di maggio.

Ad inizio anno, sia pur in un contesto di generalizzata debolezza, i mercati azionari discriminarono fra i diversi paesi europei, colpendo maggiormente quelli reputati a maggior rischio. Allo stesso modo, a far corso dal salvataggio dell'Unione, gli investitori hanno dosato il proprio entusiasmo, indirizzando in modo mirato i propri acquisti.

I principali indici azionari da inizio anno

(Dati in valuta locale)

Germania	2.7%
Francia	-2.0%
Portogallo	-6.1%
Italia	-9.8%
Spagna	-11.3%
Grecia	-33.7%
Zona Euro	-3.7%
Regno Unito	4.2%
Mercati Emergenti	7.4%
USA	4.6%
Giappone	-7.8%

Nonostante i diffusi recuperi messi a segno da maggio, molti mercati riportano ancora variazioni negative da inizio anno.

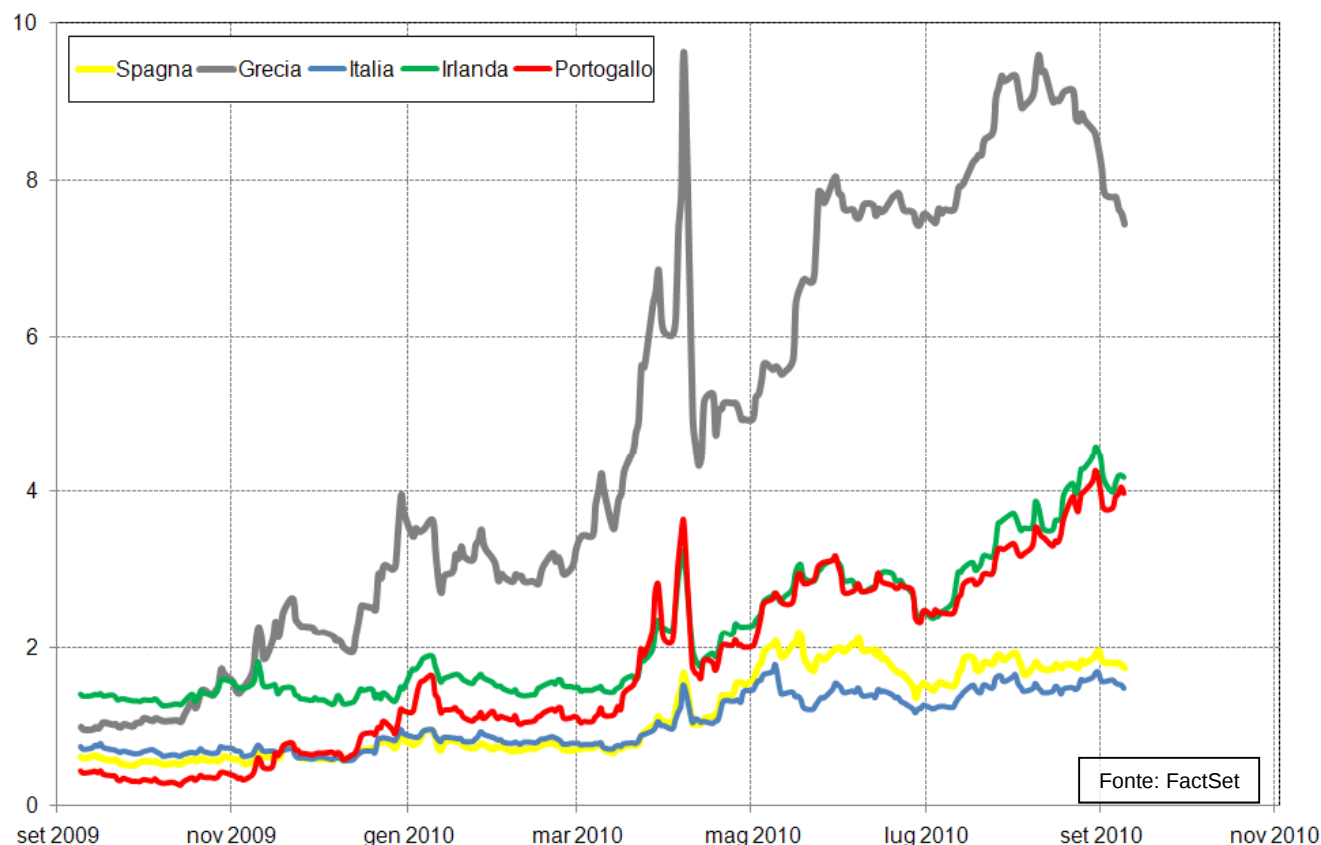
Il valore assoluto, sia dei rialzi sia dei ribassi, appare comunque contenuto (con la sola eccezione della Grecia).

Il 2010 si sta quindi rivelando un anno privo di una chiara direzionalità, una sorta di lunga pausa di consolidamento dopo gli straordinari rialzi messi a segno nel corso del 2009.

Fonte: elaborazioni Cellino e Associati SIM su dati FactSet

La paura misurata dai mercati obbligazionari

Spread dei rendimenti decennali offerti dai titoli emessi dai PIIGS rispetto all'omologo titolo tedesco



Indubbiamente uno dei principali driver dei mercati azionari nei mesi scorsi, che, con ogni probabilità, continuerà ad influenzarli anche nei prossimi, è rappresentato dall'evoluzione della crisi debitoria europea.

Il grafico illustra l'andamento degli spread pagati dai paesi cosiddetti PIIGS, sui propri

titoli di debito a dieci anni. Tale spread è calcolato rispetto al rendimento del titolo decennale tedesco, considerato privo di rischio emittente.

A differenza di quanto accaduto sui mercati azionari, in ambito obbligazionario, l'unico paese ad aver migliorato la propria posizione è stata la Grecia.

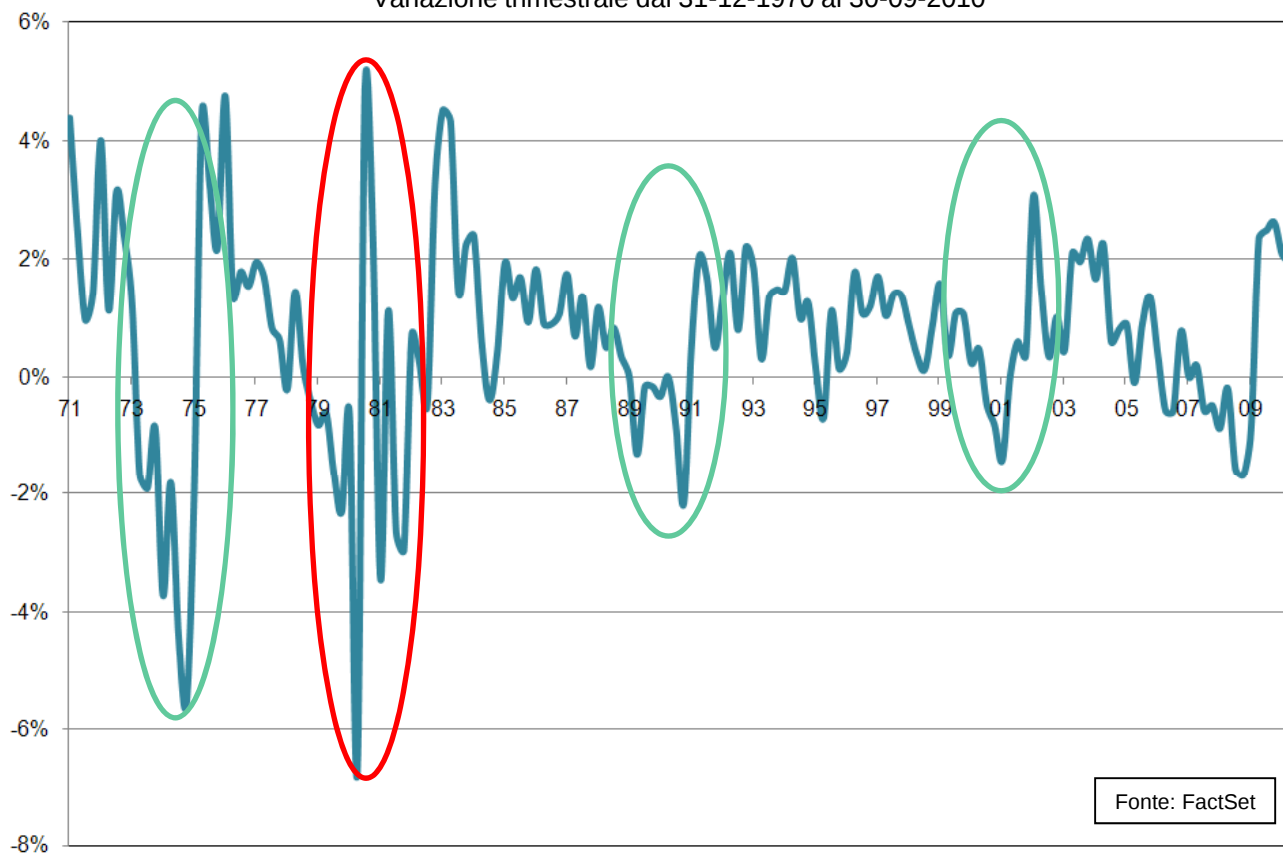
Pur continuando a pagare un premio per il rischio decisamente superiore agli altri PIIGS, infatti, la Repubblica Greca è l'unica ad avere ridimensionato il proprio spread rispetto al massimo osservato al culmine della crisi.

Spagna ed Italia continuano a pagare spread in linea con quelli osservati sul massimo, mentre Irlanda e Portogallo, hanno visto addirittura in queste settimane nuovi massimi.

In particolare, l'Irlanda sta pagando l'ancora confusa situazione del proprio sistema bancario e l'incertezza sui costi del suo definitivo salvataggio.

Il Leading Indicator dell'economia USA

Variazione trimestrale dal 31-12-1970 al 30-09-2010



Nel corso dell'estate, alcuni indicatori macroeconomici riferiti all'economia USA, hanno iniziato a segnalare un rallentamento della crescita superiore alle attese. Fra gli investitori si sono così diffusi timori di un "double deep", ossia di una nuova caduta in recessione. Sull'onda di tali timori e della successiva alternanza di dati che talvolta li

acuiavano e talvolta li smorzavano, i mercati azionari hanno oscillato violentemente in questi ultimi mesi.

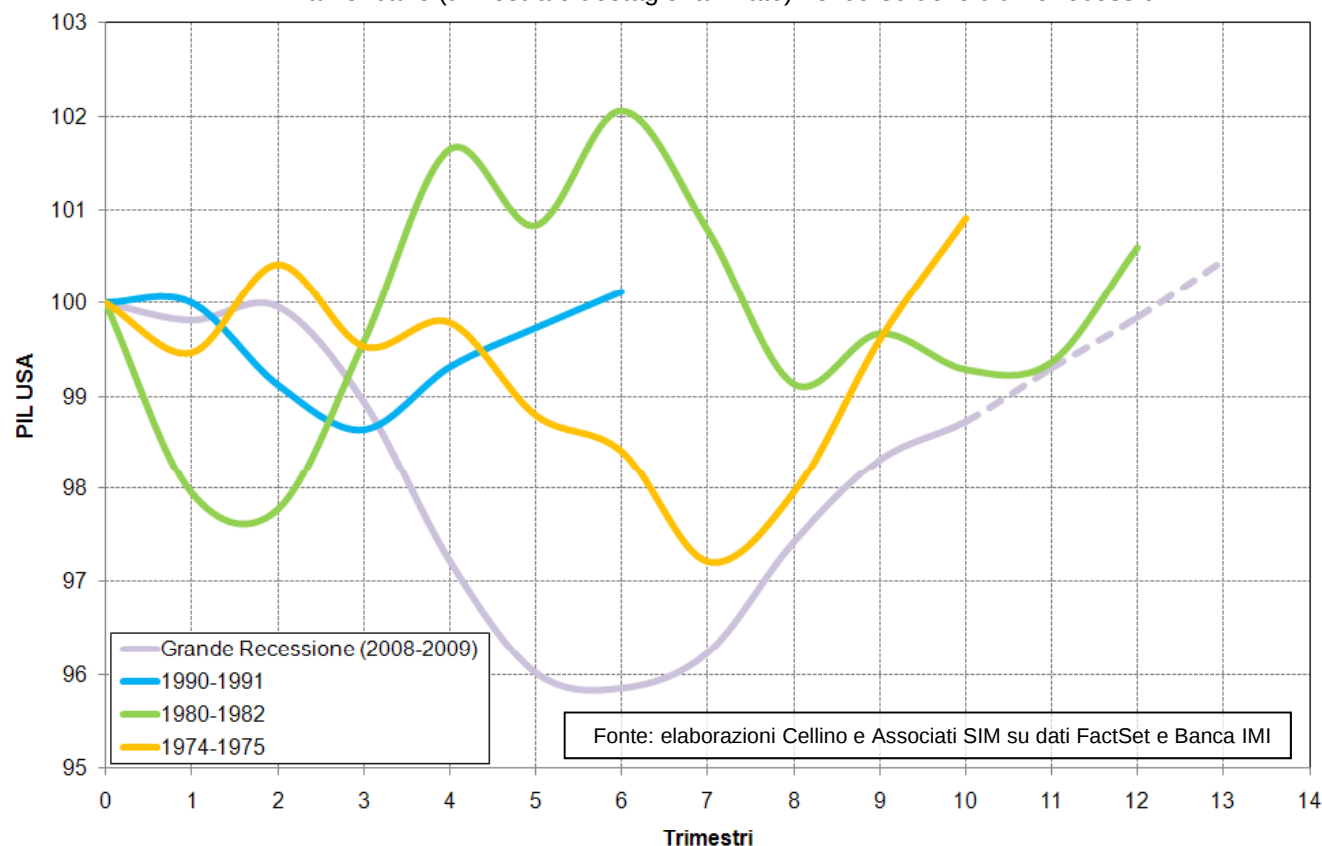
Nel grafico rappresentiamo l'andamento, negli ultimi 40 anni, delle variazioni trimestrali del Leading Indicator (LI) della Conference Board (si tratta di una media di vari indicatori anticipatori del ciclo economico).

Come si può osservare l'ultima variazione trimestrale del LI, calcolata al 30 settembre rispetto alla lettura del 30 giugno, risultando di poco superiore allo 0, ha ben catturato l'attesa di rallentamento della crescita economica.

Si tratta però di un evento non raro dopo l'uscita dalle recessioni. Nel corso delle quattro precedenti recessioni (evidenziate nel grafico con degli ovali) l'indicatore anticipatore ha infatti sempre realizzato, dopo l'uscita dalla fase di crescita negativa, un "pull back" verso il livello di crescita zero. Solo nel caso della recessione del 1980-82, cerchiata in rosso, tale ritorno del LI ha anticipato una doppia recessione.

Un lungo cammino

Il PIL americano (trimestrale destagionalizzato) nel corso delle ultime recessioni



La figura rappresenta, fatto pari a 100 in corrispondenza dell'ultimo trimestre di crescita, l'andamento del PIL americano nel corso delle ultime recessioni (trascuriamo quella del 2000 che "tecnicamente" non fu tale). La grande recessione, ossia quella recentemente conclusasi e di cui si teme una ricaduta, si caratterizza immediatamente per la profondità

della caduta.

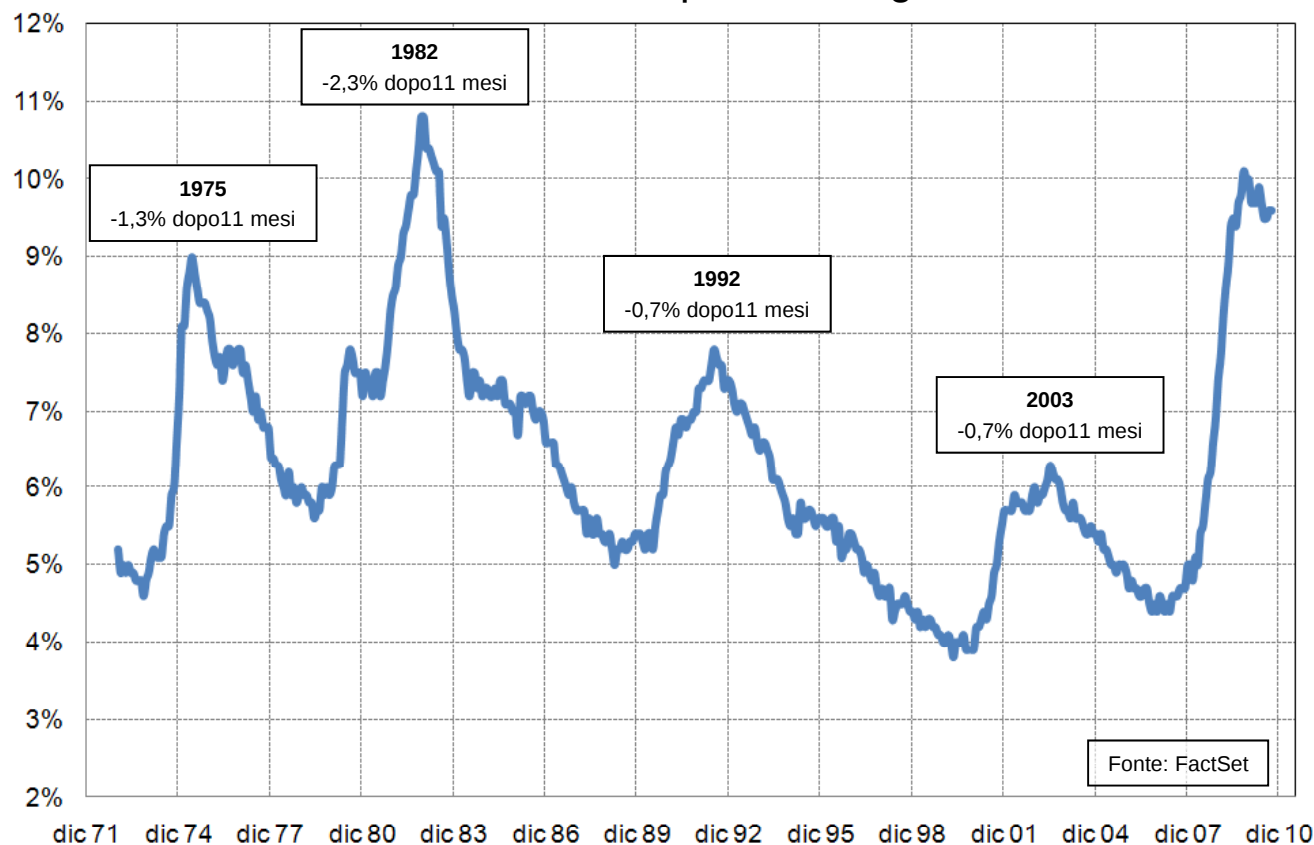
Il tasso di crescita del PIL sin qui osservato dopo il minimo non risulta significativamente inferiore a quello misurato nel corso dell'emersione dalle precedenti recessioni.

Il rallentamento della crescita è però in corso, lo si è già osservato nel secondo trimestre 2010, e proseguirà nel terzo e nel quarto trimestre (rappresentati con una linea tratteggiata, poiché frutto di stime e previsioni).

Ciò che spaventa di quest'ultima recessione è quindi la durata del cammino necessario a riportare il Pil sui livelli pre-crisi, dovuta solo in parte alla velocità di ripresa e, in misura maggiore, alla profondità della caduta che deve essere recuperata.

La lentezza di questo ritorno alla normalità, oltre che a esporre a rischi, agevola il diffondersi di timori, per ora non molto fondati, di una ricaduta.

Il tasso di disoccupazione negli USA



La variabile che certamente preoccupa di più è il tasso di disoccupazione: a settembre, negli USA, questo importante indicatore risultava in calo dello 0,5% rispetto al picco toccato 11 mesi prima: una riduzione non dissimile da quelle osservate dopo i massimi del 1992 e del 2003. Se ci si riferisce invece alla discesa registrata dopo i massimi del

1975 e del 1982, più simili per entità a quello attuale, il calo iniziale fu decisamente più rapido.

Anche se non ancora evidente è comunque probabile che la discesa della disoccupazione possa richiedere più tempo che in passato. La crisi economica ha infatti accelerato il processo di delocalizzazione produttiva che era già in corso da tempo. E' pressoché certo, quindi, che molti dei posti di lavoro persi in questi due anni negli USA ed in Europa verranno sì ricostituiti, ma non negli stessi luoghi dove si trovavano prima della crisi. Per questo motivo, ulteriori politiche di stimolo della domanda (richieste da alcuni economisti quali Krugman), potrebbero avere effetti molto limitati nel lenire il problema. Il fenomeno, infatti, è strutturale e non congiunturale. Il pieno recupero dell'occupazione nei paesi sviluppati si potrà realizzare solo attraverso nuove produzioni a maggior valore aggiunto ed a maggior contenuto tecnologico. Ovviamente questo richiede più tempo di una semplice ricostituzione di posizioni lavorative preesistenti.

Il tasso di crescita del PIL secondo le stime e le previsioni del Fondo Monetario Internazionale

	Area Euro	USA	Gran Bretagna	Giappone	Paesi Emergenti	Mondo
Media 1999-2008	2.1%	2.6%	2.6%	1.3%	6.1%	4.0%
2009	-4.1%	-2.6%	-4.9%	-5.2%	2.5%	-0.6%
2010 (previsioni di luglio)	1.0%	3.3%	1.2%	2.4%	6.8%	4.6%
2010 (previsioni di ottobre)	1.7%	2.6%	1.7%	2.8%	7.1%	4.8%
2011 (previsioni di ottobre)	1.5%	2.3%	2.0%	1.5%	6.4%	4.2%

Fonte: Elaborazioni Cellino e Associati SIM su dati FMI (WEO ottobre 2010)

A ridimensionare i timori di una nuova recessione ci ha pensato in questi giorni anche il Fondo Monetario Internazionale (FMI), che ha diffuso le proprie stime di crescita per il 2010 ed il 2011. Il FMI ha alzato le proprie stime per il 2010, rispetto a quelle diffuse nel mese di luglio, ed ha sostanzialmente confermato quelle per il 2011. Quello riportato in tabella è lo scenario di riferimento, rispetto al quale il FMI stima le probabilità di scenari alternativi.

La probabilità associata ad un *double deep* per le economie avanzate (individuata in una crescita globale del 2% nel 2011) risulta, secondo tali stime, inferiore al 5%.

Un aspetto, a nostro giudizio interessante, emerge nel confronto fra le stime del 2010 realizzate a luglio e quelle di ottobre. Come detto la crescita globale

è stata rivista al rialzo al 4,8%, rispetto al precedente 4,6%, e questo nonostante la crescita prevista per gli USA abbia subito un drastico ridimensionamento al 2,6%, contro il precedente 3,3%.

E' indubbiamente un segno dei tempi: la spinta della "vecchia" locomotiva americana non è più condizione necessaria della crescita globale.

Ma a colpire di più non è l'ormai scontata osservazione del fatto che alla crescita americana si è sostituita quella delle economie emergenti (per le quali la revisione al rialzo è stata contenuta), bensì il ruolo molto importante giocato dall'Eurozona, la cui revisione al rialzo della crescita attesa è stata eccezionalmente elevata.

A questo colpo di reni dell'Area Euro ha contribuito il poderoso recupero dell'economia tedesca, che si appresta a chiudere uno degli anni più positivi dai tempi della riunificazione.

Nel complesso, dunque, l'economia globale si accinge ad uscire dalla crisi con tassi di crescita mediamente superiori a quelli del decennio 1999-2008, rispettando la regola che vuole le riprese più rapide dei periodi "normali". Tale regola è rispettata anche dai Paesi Emergenti e dal Giappone, mentre marceranno ad un passo pari o inferiore a quello normale gli USA, l'Eurozona e la Gran Bretagna.

Come detto, durante l'estate alcuni dati macroeconomici USA rivelatisi inferiori alle attese hanno spaventato gli investitori, fra i quali ha iniziato a serpeggiare il timore di una ricaduta in recessione per l'economia americana e, a seguire, per quella globale.

Anche la FED - forse un po' troppo frettolosamente - si è dimostrata preoccupata. Bernanke ha così ipotizzato un nuovo ricorso al *quantitative easing* (QE), ossia all'acquisto, da parte della Banca Centrale, di titoli di Stato. L'obiettivo di tale manovra sarebbe quello di stimolare la ripresa economica attraverso bassi tassi di interesse, sia a breve sia a lunga scadenza, che dovrebbero incentivare i consumi e gli investimenti ed alleviare l'onere del debito per le famiglie e le imprese. Una politica monetaria accomodante è certamente consigliabile nel contesto di lento recupero della normalità descritto in precedenza, ma una mossa così poderosa (si parla di mille miliardi di dollari) è qualcosa di più di una semplice politica monetaria accomodante e si giustificerebbe nel caso in cui fossero evidenti i segnali di una ricaduta in recessione per l'economia USA.

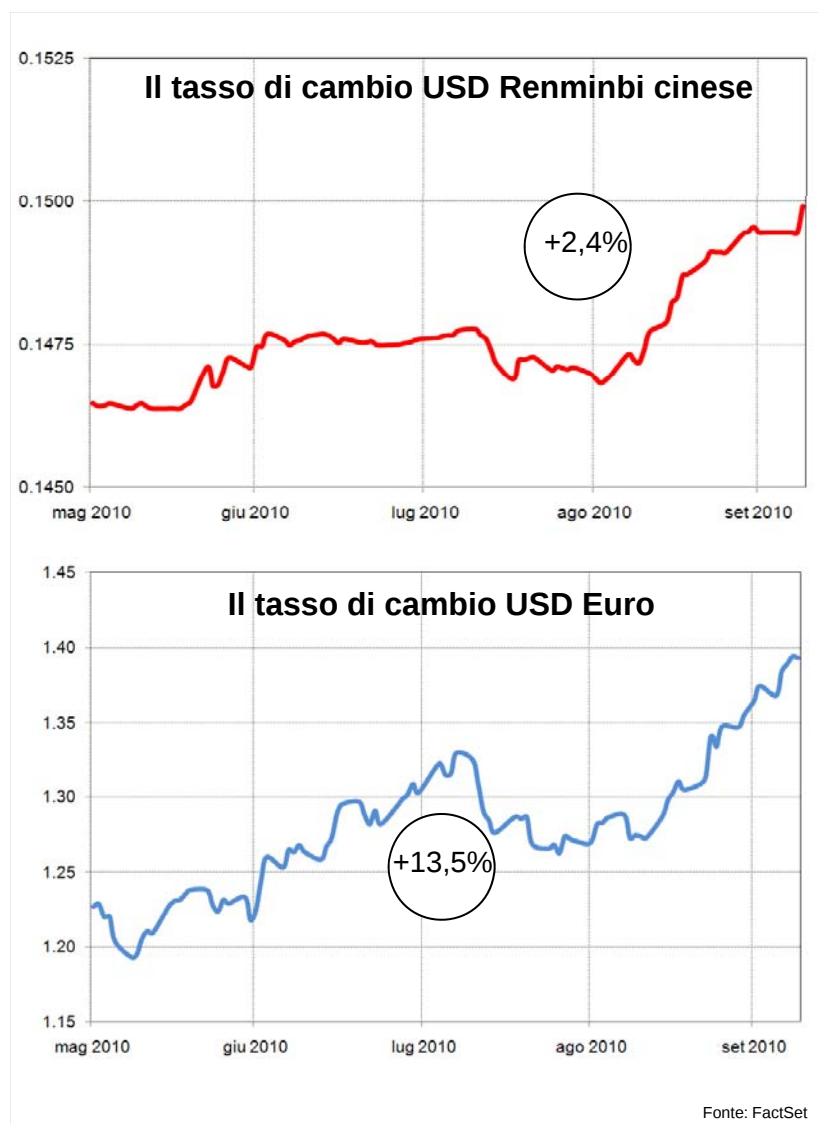
Come detto, però, il rischio di una nuova recessione, negli USA come nel resto del pianeta, appare al momento piuttosto modesto.

I mercati hanno molto apprezzato la determinazione di Bernanke ad attuare un nuovo QE. Il comportamento paradossale con cui gli investitori stanno sovente reagendo alle statistiche macroeconomiche USA ne è la miglior prova. A dati migliori del previsto, che dovrebbero rasserenare gli animi circa il futuro dell'economia, spesso i mercati rispondono scendendo, al contrario non sono rare le reazioni positive a fronte di novità negative. Dunque, tutto ciò che rende più probabile un intervento massiccio da parte della FED sembra tranquillizzare gli operatori che trovano invece motivi di preoccupazione nelle notizie che potrebbero indurre la Banca Centrale USA a maggior cautela.

Ma Bernanke non sembra intenzionato a deludere le speranze che si sono diffuse sui mercati e l'avvio del QE - sulla cui efficacia nello stimolare l'economia si avanzano peraltro non pochi dubbi - è atteso per novembre.

L'intervento ha dunque il sapore di una manovra orientata più a beneficio dei mercati che dell'economia reale. Questo comportamento riavvicina Bernanke al suo predecessore, Alan Greenspan, il cui benevolo atteggiamento nei confronti del mercato, la cosiddetta Greenspan put, lo aveva ripetutamente indotto a lanciare una ciambella di salvataggio a beneficio degli investitori più spregiudicati.

Tutto ciò dopo che, con il fallimento di Lehman Brothers, la FED sembrava essersi allontanata da politiche che incoraggiavano l'azzardo morale.



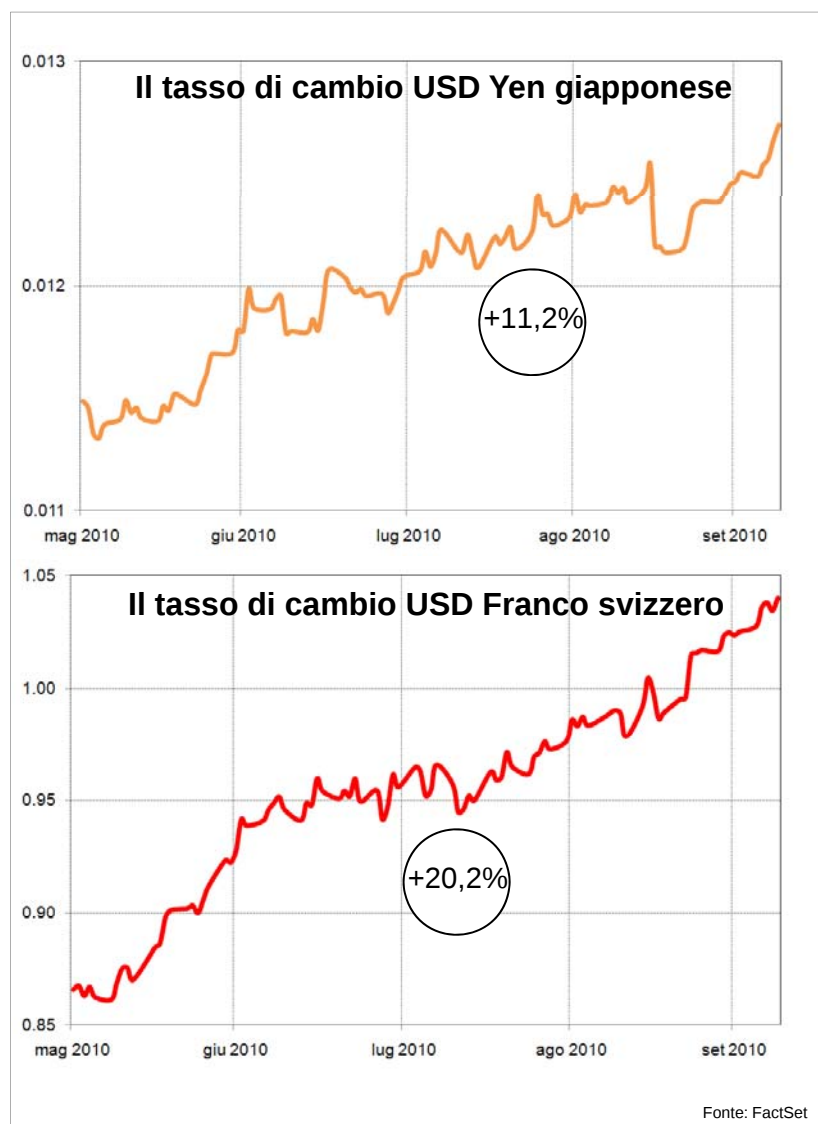
La FED non è l'unica Banca Centrale ad essersi riavviata sulla strada del QE. Il 5 ottobre, con una mossa a sorpresa, la Bank of Japan ha annunciato la propria intenzione di acquistare sul mercato titoli di Stato (e non solo), per un controvalore di circa 60 miliardi di dollari.

Oltre alle dichiarate intenzioni di supportare la crescita economica tramite il controllo dei tassi di interesse a lunga scadenza e diffondendo, fra i consumatori, attese di inflazione, che cosa sta spingendo le Banche Centrali a queste politiche?

La risposta è nel terzo canale attraverso il quale queste politiche iper-espansive sostengono la crescita economica: quello valutario. Sono sempre più numerosi, infatti, gli osservatori che ritengono sia iniziata una vera e propria guerra valutaria.

Il deprezzamento del cambio, derivante dalle politiche monetarie fortemente espansive che alcune Banche Centrali si apprestano ad attuare, esercita infatti effetti benefici sulla competitività, migliorando il saldo della bilancia commerciale.

Oramai tutti i principali paesi sviluppati si stanno incamminando sulla strada del consolidamento fiscale, al fine di risanare i bilanci pubblici.



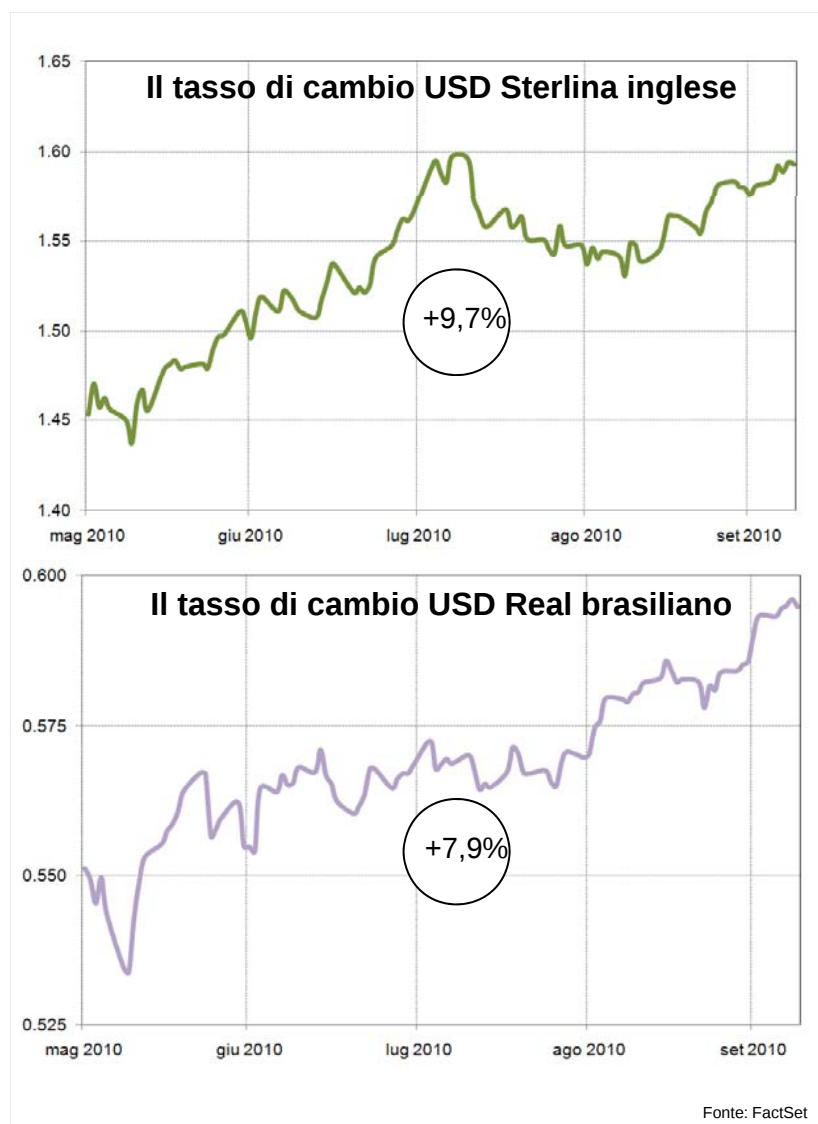
Come noto, i deficit pubblici sono cresciuti per effetto delle minori entrate (dovute alla contrazione dell'economia) e delle maggiori uscite (dovute ai programmi di spesa volti ad alleviare gli effetti della crisi ed agli interventi a sostegno del sistema finanziario).

Le politiche fiscali restrittive, attraverso le quali i governi cercheranno di rimettere ordine nei propri bilanci, avranno inevitabilmente impatto negativo sulla crescita economica.

Deprezzeare il cambio consente di scaricare una parte del costo della politica fiscale restrittiva sull'estero, scaricando una parte della minor domanda sulle importazioni, piuttosto che sui prodotti domestici.

Per questo motivo è sempre più forte la richiesta di una maggiore flessibilità dei cambi che le economie avanzate (quelle che dovranno attuare le politiche fiscali maggiormente restrittive) rivolgono a quelle in via di sviluppo e, in particolare, alla Cina.

La scarsa disponibilità dei cinesi ad accogliere l'invito ha indotto gli USA ad intervenire direttamente sugli altri fronti, scaricando così sull'Europa, sul Giappone e sulle altre economie emergenti la propria necessità di indebolire il cambio.



Della risposta del Giappone alle manovre americane si è già detto: altri paesi stanno congegnando strategie difensive di natura non monetaria, quale l'introduzione di tasse sull'ingresso dei capitali stranieri. Al momento non si ha notizia di interventi significativi da parte delle autorità europee.

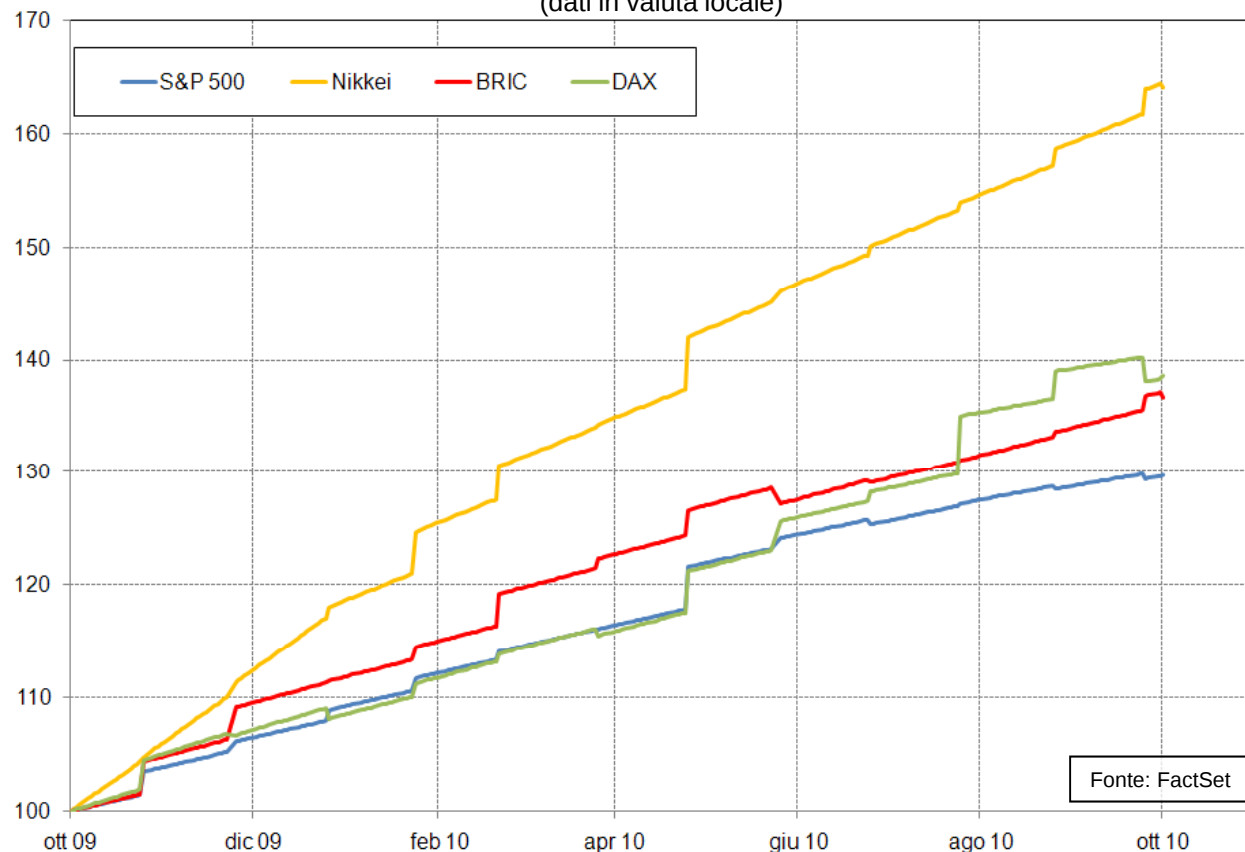
Il protezionismo, perché così possiamo definire la strategia di deprezzare il cambio, sta facendo il proprio ingresso sulla scena mondiale in questa fase finale di lotta contro la crisi.

Non si tratta certamente di una buona notizia, anche se era nella prima fase della crisi che le politiche protezionistiche avrebbero potuto avere gli effetti più nefasti (come avvenne nel '29).

D'altro canto, anche il ritorno dei particolarismi e l'affievolirsi della coesione che ha caratterizzato i governi di tutto il Mondo all'inizio della crisi sono parte del processo di normalizzazione.

Evoluzione delle attese di utile a 12 mesi nell'ultimo anno

(dati in valuta locale)



L'evoluzione delle attese di utile per le società quotate appare piuttosto coerente con quello delle attese di crescita delle diverse economie, di cui abbiamo dato conto nella tabella di pagina 10. In luogo degli utili di un indice generale di tutta l'Area Euro preferiamo rappresentare quelli relativi all'indice tedesco DAX, poiché è la Germania

il vero artefice della significativa revisione al rialzo della crescita dell'Eurozona.

Come detto vi è coerenza fra cambiamenti nelle attese di crescita delle economie e cambiamenti nelle attese di utile delle società quotate nei rispettivi mercati. Lo dimostra l'eccezionale crescita nell'ultimo anno degli utili attesi per l'indice giapponese Nikkei (+64%) che trova sostegno nella significativa revisione al rialzo delle stime di crescita dell'economia del Sol Levante. L'eccezionale ripresa dell'economia tedesca spiega l'andamento degli utili attesi per le società appartenenti al già menzionato indice DAX (+39%, addirittura meglio di quelli delle società di Brasile, Russia, India e Cina, paesi raccolti nell'acronimo BRIC).

Il ruolo di "fanalino di coda" spetta, come c'era da attendersi, agli utili attesi per le società quotate negli USA (indice S&P 500), l'unica area geografica per la quale le attese di crescita economica si sono drasticamente ridimensionate.

Il rapporto fra il prezzo e gli utili attesi per i prossimi 12 mesi di alcuni indici azionari internazionali

Indice	Attuale	Media storica
DAX (Germania)	10.7	16.0
CAC (Francia)	10.1	14.7
FTSE-MIB (Italia)	10.0	15.9
IBEX (Spagna)	9.7	13.4
FTSE 100 (Regno Unito)	10.0	13.5
S&P 500 (USA)	12.7	16.5
Nikkei (Giappone)	14.9	25.9
BRIC (Brasile, Russia, India e Cina)	12.2	12.6

Fonte: Elaborazioni Cellino e Associati SIM su dati FactSet

NOTA METODOLOGICA

Il multiplo prezzo/utili "attuale" è calcolato ponendo al numeratore il prezzo attuale dell'indice ed al denominatore la media ponderata degli utili per azione attesi dei titoli componenti l'indice stesso.

L'indice BRIC è stato costruito ponderando (sulla base della capitalizzazione di mercato) tutti i titoli disponibili per i paesi di riferimento presenti nella banca dati FactSet. Le medie storiche sono calcolate, ove disponibili, su dati annui dal 31-12-1995 al 31-12-2009. Fanno eccezione: l'indice Nikkei (primo dato disponibile 31-12-1996), l'indice FTSE-MIB (primo dato disponibile 31-12-1997) e l'indice BRIC (primo dato disponibile 31-12-2005).

L'eccezionale crescita delle attese di profitto non ha sviluppato, nel corso degli ultimi mesi, un'adeguata reazione da parte dei prezzi delle azioni.

Tutti i principali indici analizzati nella tabella appaiono quindi ancora sottovalutati, in relazione al livello medio storico di quotazione.

Nel solo caso dei BRIC, la differenza fra il multiplo attuale e quello medio storico (peraltro meno significativo degli altri a causa della ridotta serie a disposizione) risulta estremamente contenuta.

In tutti gli altri casi il differenziale fra il multiplo attuale e quello storico appare ancora estremamente elevato.

Non riscontriamo pertanto alcuna traccia di sopravvalutazione sui listini azionari analizzati.

Revisione dell'asset allocation internazionale

Paese	Giudizio al giugno 2010	Nuovo giudizio
Italia	Neutrale	Neutrale
Germania	Sovrapesare	Sovrapesare
resto d'Europa	Sottopesare	Sottopesare
USA	Sovrapesare	Neutrale
Giappone	Sottopesare	Neutrale
Paesi Emergenti	Neutrale	Neutrale

Sulla scorta delle analisi e delle considerazioni esposte in questo documento riteniamo opportuno apportare due cambiamenti alla nostra asset allocation internazionale, il cui ultimo aggiornamento risale al giugno 2010.

Una “promozione” per l'azionario del Giappone da sottopesato a neutrale.

Una “retrocessione” per l'azionario USA da sovrapesato a neutrale.

La presente pubblicazione è stata prodotta dall'Ufficio Studi della Cellino e Associati SIM S.p.A. nell'ambito della propria attività di ricerca in materia di investimenti, è indirizzata ad un pubblico indistinto e viene fornita a titolo meramente informativo. Essa non costituisce attività di consulenza da parte della Cellino e Associati SIM S.p.A. né, tantomeno, offerta o sollecitazione ad acquistare o vendere strumenti finanziari. I dati utilizzati per l'elaborazione delle informazioni ivi riportate sono di pubblico dominio e sono considerati attendibili, tuttavia la Cellino e Associati SIM S.p.A. non è in grado di assicurarne l'esattezza. Tutte le informazioni riportate sono date in buona fede sulla base dei dati disponibili, ma sono suscettibili di variazioni anche senza preavviso in qualsiasi momento dopo la pubblicazione. I dati per i quali non è indicata una fonte sono frutto di valutazioni effettuate dalla Cellino e Associati SIM S.p.A. Si declina ogni responsabilità per qualsivoglia informazione esposta in questa pubblicazione. Si invita a fare affidamento esclusivamente sulle proprie valutazioni delle condizioni di mercato nel decidere se effettuare un'operazione finanziaria e se essa soddisfa le proprie esigenze. La decisione di effettuare qualunque operazione finanziaria è a rischio esclusivo dei destinatari della presente informativa. La Cellino e Associati SIM S.p.A., suoi soci, amministratori o dipendenti possono detenere ed intermediare titoli delle società menzionate e, più in generale, possono avere uno specifico interesse e/o un conflitto di interesse riguardo agli emittenti, agli strumenti finanziari o alle operazioni oggetto della pubblicazione.

La Cellino e Associati SIM S.p.A. è un soggetto autorizzato dalla Consob alla prestazione dei servizi di investimento di cui al Testo Unico della Finanza.