



Prospettive economiche e strategie di investimento per il 2008

Gennaio 2008

Schema della presentazione

SCENARIO MACROECONOMICO E CRITICITA'

- **La crescita economica e l'inflazione**

Le previsioni per i principali paesi.

- **I tassi di cambio**

Come si muoverà l'euro?

- **I timori di recessione**

Quanto è già nei prezzi?

I MERCATI AZIONARI NEL 2007

Breve storia di quanto è successo

I MERCATI AZIONARI NEL 2008

Previsioni per i principali mercati azionari internazionali, settori e titoli europei più interessanti.

La crescita economica e l'inflazione

Il 2008 sarà caratterizzato, basando i nostri ragionamenti sulle previsioni elaborate da alcune primarie istituzioni finanziarie, da un rallentamento dell'economia USA che, crescendo dell'1,9%, si allontanerà significativamente dal proprio potenziale.

Il medesimo tasso di crescita, invece, collocherà l'Area Euro ad un livello non lontano dal proprio potenziale, ma decisamente inferiore al 2,6% cui si stima sia cresciuto il PIL nel 2007. A questo si sommeranno la brusca frenata attesa in Gran Bretagna e la modesta crescita prevista in Giappone.

Al sostegno della crescita globale, che rimarrà comunque molto forte intorno al 4,7%, contribuiranno i Paesi Emergenti le cui economie risultano oggi assai meno dipendenti dalla congiuntura americana in virtù dell'accresciuta domanda interna.

Attenzione però, poiché quello che potrebbe apparire come un sollievo per l'economia mondiale rappresenta anche un elemento di rischio. L'ancora forte crescita dei Paesi Emergenti, infatti, avrà l'effetto di sostenere i prezzi del petrolio e delle materie prime: i paesi industrializzati, dunque, potrebbero sperimentare il paradosso di una bassa crescita accompagnata da inflazione elevata, vale a dire la tanto temuta stagflazione.

E' questo lo scenario certamente meno desiderabile, poiché inibirebbe le banche centrali

La crescita del PIL nelle principali aree economiche

	Area Euro	USA	Giappone	Gran Bretagna	Cina	Mondo
Media (1997-2006 FMI)	2,2%	3,1%	1,1%	2,9%	9,2%	4,1%
2006 (FMI)	2,8%	2,9%	2,2%	2,8%	11,1%	5,4%
2007 (media stime)	2,6%	2,1%	1,9%	3,1%	11,4%	5,2%
2008 (media previsioni)	1,9%	1,9%	1,6%	2,0%	10,2%	4,7%

Fonte: FMI; The Economist; UBS; IMI

dall'intervenire a sostegno dell'economia con politiche monetarie espansive, in un momento in cui i mercati finanziari fanno molto affidamento sul taglio dei tassi, soprattutto da parte della FED. Si tratta però di un'ipotesi cui attribuiamo una modesta probabilità di realizzarsi, considerato che la causa principale dell'inflazione è da ricercare nella dinamica salariale e non in quella dei prezzi delle materie prime. A questo proposito sono rassicuranti i recenti dati sull'occupazione negli USA che evidenziano un modesto incremento, senza dimenticare l'ancora debole condizione del mercato del lavoro in molti Paesi Emergenti. Le preoccupazioni circa l'inflazione, dunque, vanno collocate nel medio lungo termine, quando la congiuntura dei paesi industrializzati tornerà

positiva e non nel breve, poiché gli effetti deflazionistici della globalizzazione appaiono ancora prevalenti su quelli inflazionistici.

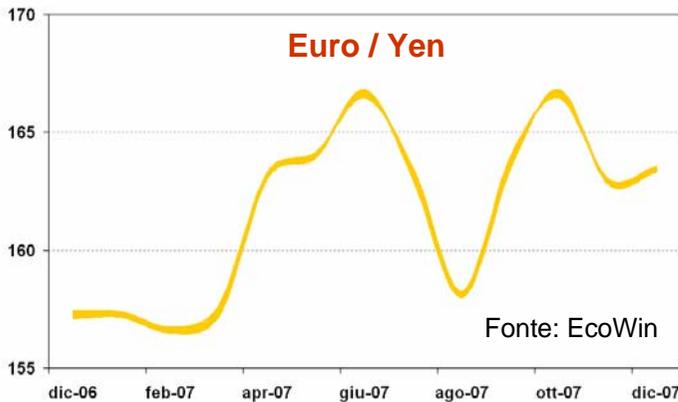
Lo scenario probabile è costituito quindi da un rallentamento marcato dell'economia USA, che potrebbe transitare anche attraverso una vera e propria recessione, cui però dovrebbe opporsi con decisione la FED che, secondo alcuni, potrà portare i tassi dall'attuale 4,25% sino al 2,5%. L'impatto sulla crescita europea dovrebbe risultare più contenuto, limitandosi ad un rallentamento: per questo motivo, oltre che per la minor propensione della BCE all'uso della leva monetaria, non sono attesi interventi sui tassi europei, almeno nella prima metà dell'anno. Ancora sostenuta risulterà infine la crescita economica nei Paesi Emergenti.



I tassi di cambio

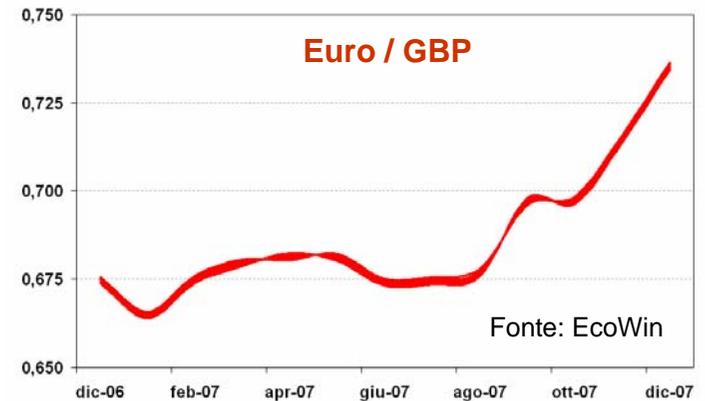
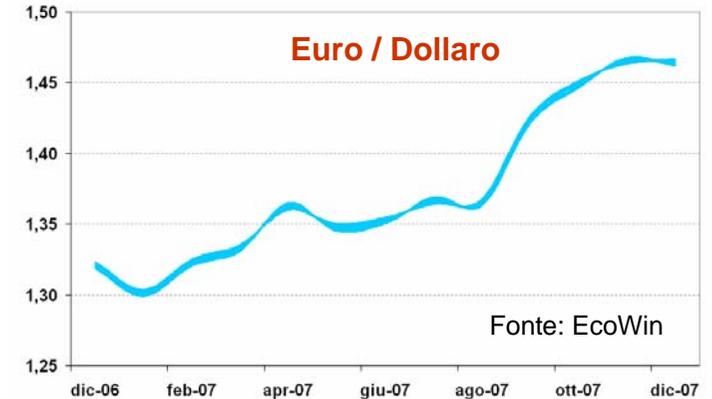
I grafici evidenziano l'apprezzamento generalizzato dell'euro nel corso del 2007 contro le tre principali monete internazionali: il movimento più cospicuo è quello registrato contro il dollaro, pari all'11%, mentre ammonta al 9% e al 4% il rafforzamento che la moneta unica ha realizzato, rispettivamente, contro sterlina e contro yen.

Al deprezzamento del dollaro hanno concorso i seguenti elementi: le attese di recessione in USA e l'aggressiva espansione monetaria attuata dalla FED in risposta a tali attese: il tutto con la benedizione delle autorità USA che vedono nel dollaro debole la miglior cura per l'enorme deficit commerciale.



Il minor deprezzamento dello yen è invece da attribuire al mantenimento di aspettative di rialzo dei tassi da parte della BoJ.

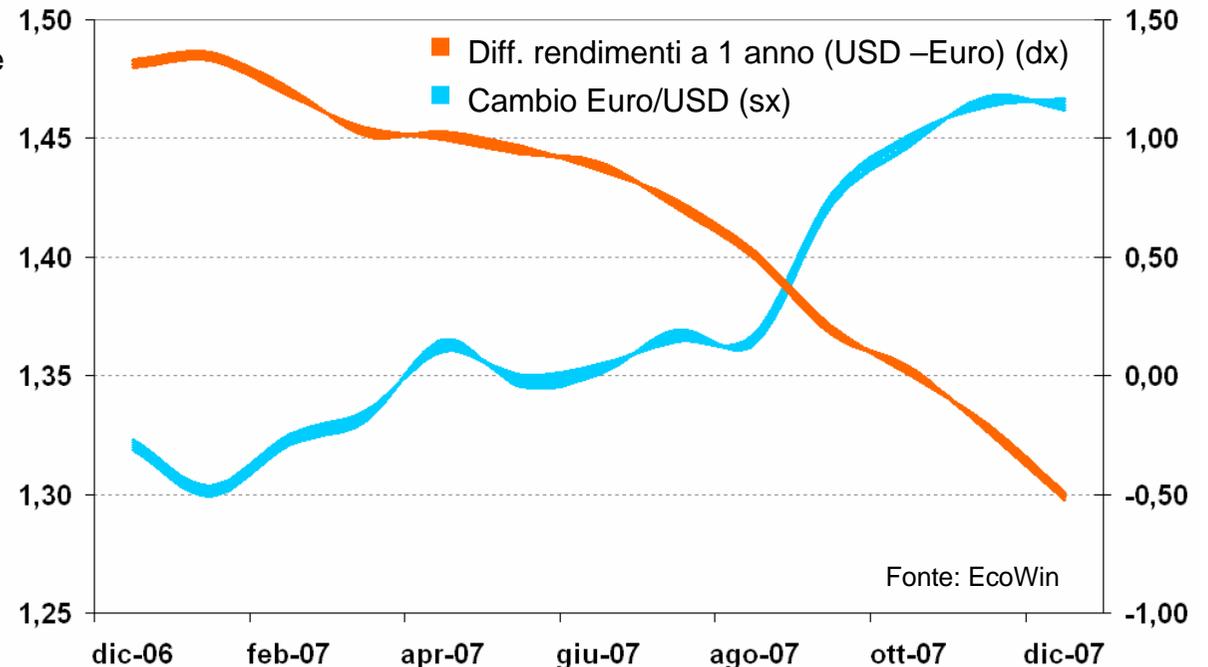
Per buona parte dell'anno anche la sterlina si è rafforzata contro il dollaro, rimanendo sostanzialmente stabile contro l'euro. L'aspettativa di un taglio dei tassi da parte della BoE, concretizzatesi alla fine dello scorso anno in una riduzione di 0,25 punti del Base Rate, ha però determinato, a partire dall'estate, un rapido deprezzamento della valuta britannica contro l'euro.



I tassi di cambio

Circa il futuro del cambio euro/dollaro possiamo sviluppare le seguenti osservazioni:

- La ritrosia delle autorità cinesi a rivalutare la propria moneta ha scaricato quasi esclusivamente sulle spalle dell'Europa la riduzione del deficit americano. La maggior parte degli osservatori sostiene che la soluzione del problema del deficit commerciale USA transiti oramai inevitabilmente attraverso la rivalutazione delle monete asiatiche (yuan in testa).
- Il grafico riportato a destra evidenzia come il differenziale dei rendimenti fra America ed Europa abbia spiegato l'indebolimento del dollaro. Tale differenziale, in ultima analisi, deriva dalle attese sul differenziale di crescita fra le due aree e non potrà incrementarsi indefinitamente poiché un ulteriore peggioramento delle prospettive economiche negli USA non potrà che estendere i timori recessivi anche all'Area Euro, inducendo a quel punto aspettative di riduzione dei tassi anche da parte della BCE.
- Dal punto di vista della parità del potere di acquisto (PPP) il dollaro risulta ampiamente sottovalutato rispetto all'euro.



Dunque possiamo immaginare in via di esaurimento il ciclo di indebolimento del dollaro, anche se ciò potrebbe non aprire le porte ad una robusta fase di rafforzamento poiché è innegabile che la moneta USA abbia perso il ruolo di unica valuta di riserva internazionale.

L'ipotesi di una recessione negli USA e di un forte rallentamento in Europa è oramai considerata molto probabile: per questo motivo aggiorniamo un'analisi che abbiamo realizzato nel mese di novembre dello scorso anno, volta a stabilire in che misura i prezzi di borsa stiano già scontando tale scenario.

A tal fine abbiamo stimato gli utili per il periodo 2008 - 2016 che giustificano, sulla base di un modello di valutazione fondamentale(*), gli attuali prezzi di mercato per alcuni indici azionari.

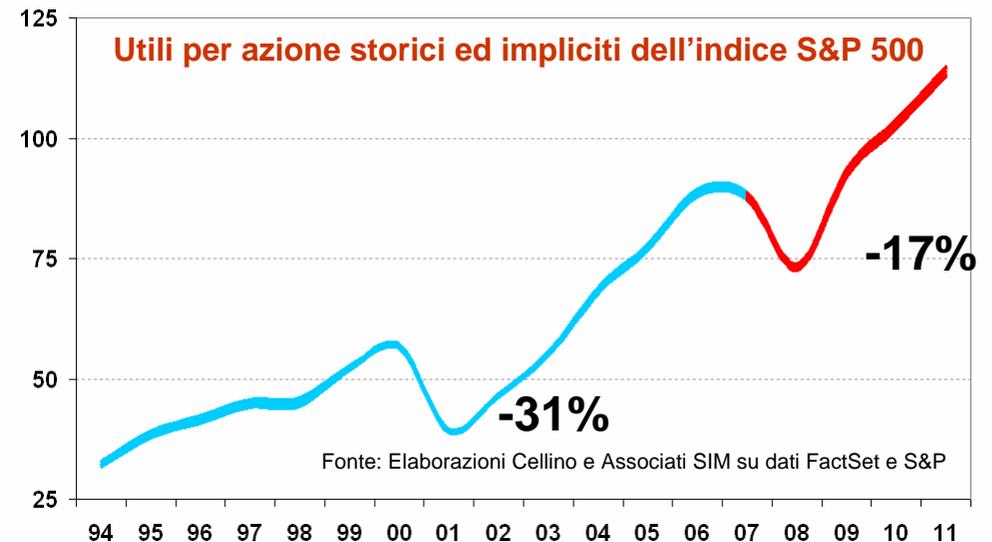
Il confronto fra la "traiettoria" degli utili futuri, scontata nei prezzi attuali di borsa e l'andamento che gli stessi utili hanno registrato tra il 2000 e il 2001 (periodo durante il quale la congiuntura ebbe un andamento simile a quello ipotizzato oggi) ci consentirà di stabilire in che misura lo scenario recessivo sia già incorporato nelle quotazioni.



Timori di recessione

Quanto è già nei prezzi?

Come si può osservare dai due grafici sia l'indice americano S&P500 sia quello europeo DJ Stoxx 600 incorporano, ai prezzi attuali, una riduzione dei profitti aziendali nel 2008, del 17% in America e del 16% in Europa. Tale riduzione non è però adeguata a descrivere uno scenario recessivo che si ripercuota sugli utili aziendali in misura simile a quella che si verificò negli anni 2000-2001.



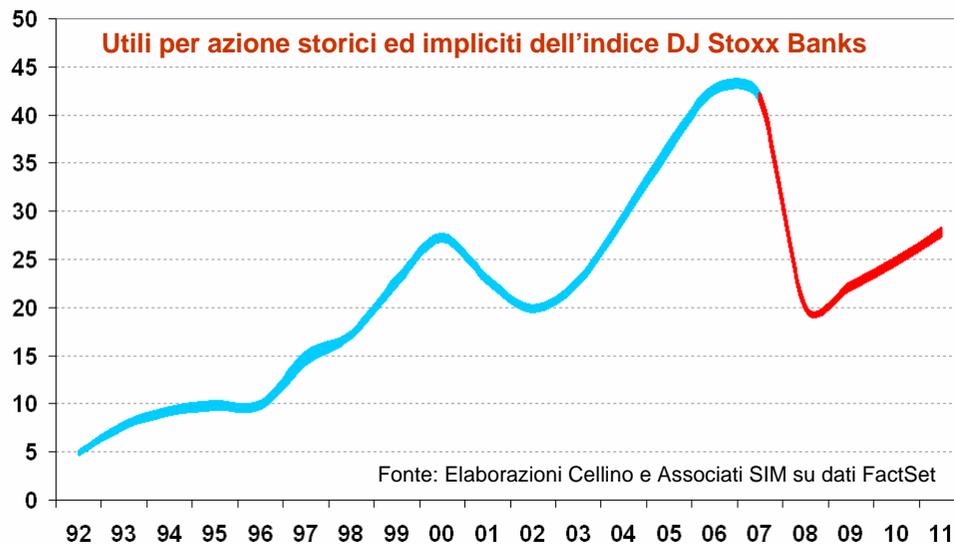
Ne consegue che un ulteriore calo dei due indici di circa il 10% porterebbe ad una maggiore coerenza fra i prezzi delle azioni ed uno scenario recessivo.

Che l'indice DJ Stoxx 600 incorpori per il momento solo parzialmente l'ipotesi recessiva è fuori di dubbio: l'analisi però si complica se scendiamo a livello settoriale, dove esiste una elevata disomogeneità.

Così oggi possiamo osservare che le quotazioni di alcuni comparti europei incorporano per il 2008 un calo dei profitti rispetto al 2007 paragonabile e, in certi casi anche maggiore, di quello registrato nel 2000 - 2001.

Questi settori coincidono con quelli già individuati nella nostra analisi di novembre: Banche, Farmaceutici, Assicurazioni e Petroliferi, cui si aggiunge, complici i forti ribassi delle ultime settimane, il settore Auto.

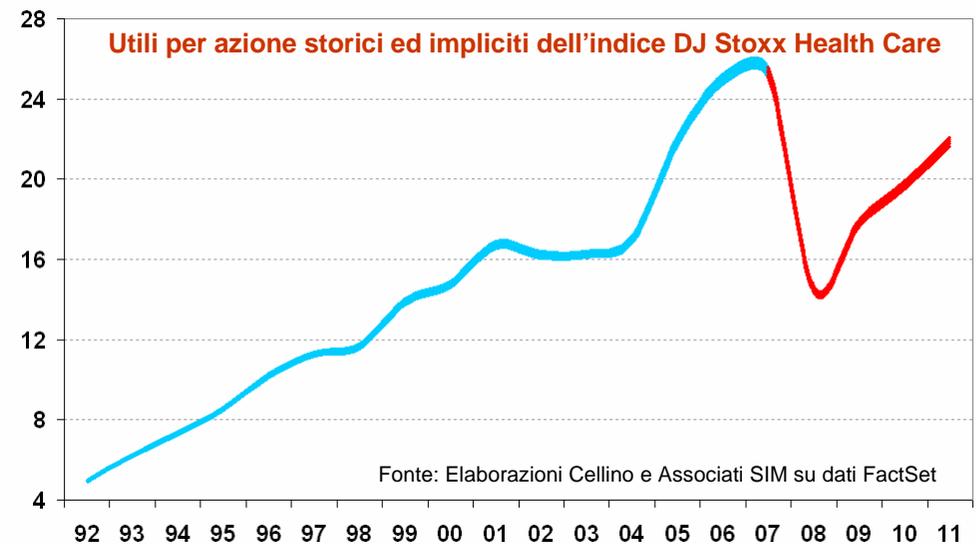
Timori di recessione



Come era lecito attendersi l'indice europeo dei titoli bancari sconta uno scenario ampiamente recessivo: ai prezzi attuali incorpora un'ipotesi di profitti in calo di oltre il 50% nel 2008 rispetto al 2007 e un lento recupero che li riporterà su livelli simili al 2007 in una decina d'anni.

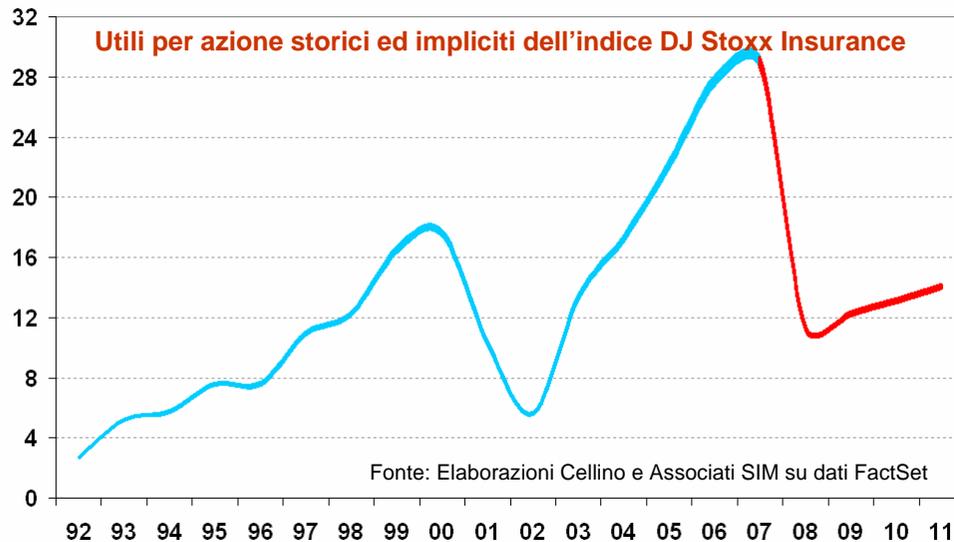
Queste constatazioni ci sembrano sufficienti per considerare positivamente l'investimento nel settore, anche se, soprattutto nei primi mesi del 2008, la volatilità potrebbe rivelarsi ancora piuttosto elevata, in conseguenza dell'ancora attuale crisi dei mutui sub-prime.

Quanto è già nei prezzi?



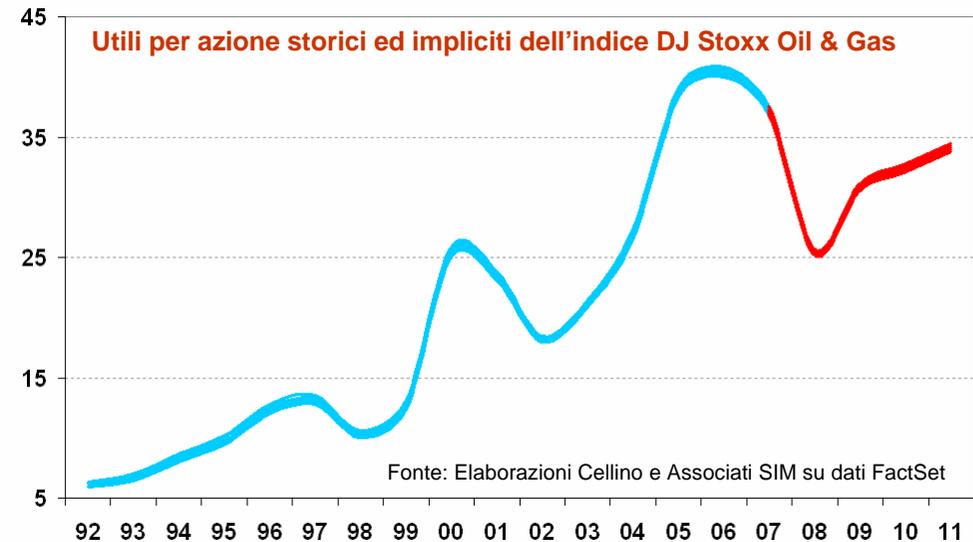
Il nostro modello propone una traiettoria piuttosto inconsueta per gli utili futuri del settore Farmaceutico. Infatti i profitti, in relazione alle attuali quotazioni, incorporano un drastico ridimensionamento negli anni a venire, ridimensionamento che non trova sostegno né nel consenso degli analisti né nella natura intrinsecamente difensiva del settore che rappresenta dunque, a nostro giudizio, una buona opportunità di investimento.

Timori di recessione



Per i titoli assicurativi europei vale un discorso simile a quello fatto per il settore bancario: gli effetti della crisi finanziaria partita dagli USA hanno rapidamente portato i prezzi dei titoli su livelli coerenti con uno scenario ampiamente recessivo, che li rende oggi piuttosto interessanti.

Quanto è già nei prezzi?

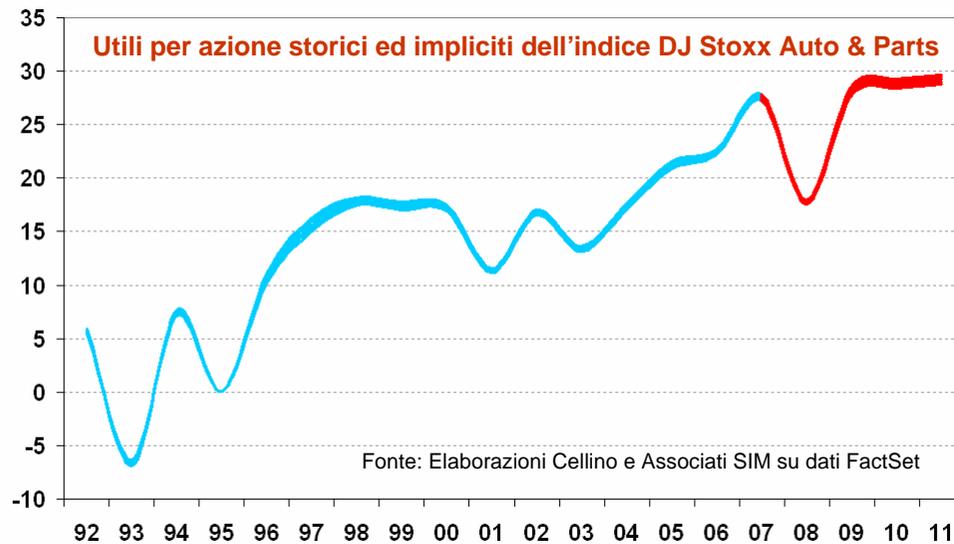


I prezzi dei titoli petroliferi hanno già anticipato la recessione, poiché scontano una riduzione dei profitti per il settore in linea con quanto realizzato nel 2000-2001.

Tutto ciò in presenza di quotazioni del greggio che rinnovano costantemente i massimi storici: l'investimento nel settore sembra quindi promettente.

Timori di recessione

Quanto è già nei prezzi?



Nel mese di novembre i prezzi dei titoli del settore automobilistico europeo si giustificavano solo a patto che la progressione degli utili, in corso da inizio decennio, si protraesse anche negli anni a venire.

Il calo dei prezzi che si è registrato ad oggi ha rapidamente mutato lo scenario implicito, che oggi appare assai più coerente con l'ipotesi recessiva, incorporando un calo degli utili nel 2008 di circa il 35%.

I mercati azionari nel 2007

Indici Internazionali

Indice	Paese	Δ 2007
DAX	Germania	19,2%
Ibex	Spagna	7,3%
CAC 40	Francia	1,3%
FTSE 100	Gran Bretagna	-4,8%
S&P/MIB	Italia	-7,0%
S&P 500	USA	-6,6%
Nikkei 225	Giappone	-14,5%
MSCI Em. M.		23,1%
MSCI World		-3,4%

Fonte: FactSet

I mercati azionari nel 2007

Settori europei

Settore	Δ 2007
Auto e Componenti	24,4%
Banche	-16,9%
Materie Prime	28,0%
Chimica	25,5%
Costruzioni e Materiali	-1,4%
Finanziari	-12,7%
Alimentari	10,9%
Salute	-10,9%
Industriali	9,4%
Assicurativi	-11,9%
Media	-5,8%
Petrolio & Gas	7,4%
Prodotti per la persona	6,3%
Retail	-1,3%
Tecnologia	-1,1%
Telecomunicazioni	14,6%
Viaggi e Tempo Libero	-16,5%
Utilities	18,0%

Fonte: FactSet

In relazione alle attese degli analisti tutti i mercati azionari dei paesi sviluppati risultano sottovalutati: ciò può senz'altro essere di un certo conforto, ma non deve indurre ad un eccessivo ottimismo, stante la lentezza con cui le previsioni degli analisti si adeguano alla realtà. Il mercato, come è noto, è assai più veloce nel prezzare gli eventi e, come abbiamo avuto modo di vedere, ha già incorporato in alcuni settori attese ampiamente recessive. Riteniamo efficace l'osservazione della tabella riprodotta in questa pagina, dove i rapporti prezzo/utile, calcolati sulla base del consenso degli analisti, sono confrontati con le medie storiche. Dall'analisi si evince molto bene la considerevole sottovalutazione dei mercati che ne deriverebbe qualora le aspettative degli analisti si dovessero realizzare. Abbiamo provato a rettificare gli utili per il 2008 immaginando, coerentemente con uno scenario recessivo, un calo dei profitti del 30% rispetto al 2007: i multipli calcolati sulla base di tali correzioni possono essere considerati estremamente prudentziali ed evidenziano, come già osservato a livello settoriale in Europa, una situazione disomogenea, con alcuni mercati che quotano già a prezzi recessivi ed altri che devono fare ancora un po' di strada.

Indici azionari dei paesi industrializzati

(dati al 15-01-2008)

	P/E forward 12 mesi (stime degli analisti)	P/E forward 12 mesi (utili rettificati)	Media 1997-2006
S&P/MIB (*)	11,0	18,0	20,3
CAC	11,6	18,2	18,3
DAX	11,9	19,2	21,0
IBEX	11,8	18,9	17,5
FTSE 100	11,2	17,4	16,5
Nikkei	13,5	21,0	39,1
S&P 500	13,6	23,0	20,7

Fonte: FactSet

La valenza difensiva dei listini italiano, tedesco, giapponese e in misura minore francese, ci induce ad indicarli come preferibili.

Neutrale il giudizio sui mercati spagnolo e britannico.

Nonostante il multiplo rettificato non sia in linea con il dato storico riteniamo di poter anche esprimere un giudizio neutrale sul mercato USA poiché le valutazioni dovrebbero trovare sostegno nella politica monetaria aggressiva della FED e, dal punto di vista dell'investitore europeo, nel possibile apprezzamento del dollaro.



Indici azionari dei paesi emergenti

(dati al 15-01-2008)

	P/E forward 12 mesi (stime degli analisti)	P/E forward 12 mesi (utili rettificati)	Media (*)
Cina	18,5	22,7	12,2
India	19,6	23,9	13,8
Brasile	10,9	12,9	10,5
Turchia	10,5	11,9	18,0
Taiwan	11,4	13,1	21,2
Corea	10,9	12,9	9,7

Fonte: FactSet

Di tutt'altra natura le osservazioni che possiamo effettuare sui prezzi dei titoli dei paesi emergenti: anche se valutati sulla scorta delle previsioni degli analisti questi listini appaiono generalmente cari. Ne deriva che introducendo anche solo una blanda rettifica degli utili (coerentemente con lo scenario macroeconomico che prevede ancora una forte crescita per questi paesi, abbiamo ridimensionato l'utile atteso per il 2008 in misura minore rispetto a quanto fatto per i paesi industrializzati) le borse appaiono comunque sopravvalutate.

Il giudizio generale che possiamo esprimere su questi mercati è quindi negativo.

Le indicazioni settoriali a livello europeo sono la diretta conseguenza dell'analisi poc'anzi presentata circa il grado di implicito sconto dello scenario recessivo da parte dei diversi indici settoriali del DJ Stoxx 600. Esprimiamo dunque giudizio positivo sui seguenti settori:

Assicurazioni

Auto

Banche

Health Care

Petrolifero

La revisione del nostro portafoglio

Aggiorniamo anche il portafoglio di azioni italiane suggerite con l'ausilio delle valutazioni fornite dal **Residual Income Model**.

Introduciamo da quest'anno l'indicazione del peso suggerito di ciascun titolo, al fine di meglio calibrare il peso dei diversi settori all'interno del portafoglio.

Dal punto di vista dei componenti segnaliamo l'ingresso del titolo Intesa San Paolo.

Titolo	Settore	Peso consigliato
Campari	Alimentari/Bevande	2,5%
Assicurazioni Milano	Assicurazioni	5,0%
Unipol	Assicurazioni	5,0%
Brembo	Auto	5,0%
FIAT	Auto	5,0%
Pininfarina	Auto	2,5%
Banco Popolare VR-NO	Banche	5,0%
Banca Popolare MI	Banche	5,0%
UBI Banca	Banche	5,0%
Intesa San Paolo	Banche	10,0%
Unicredito	Banche	10,0%
Autostrada TO-MI	Trasporti	5,0%
Cementir	Costruzioni/Materiali	5,0%
Marazzi	Costruzioni/Materiali	2,5%
Panaria	Costruzioni/Materiali	2,5%
ENI	Energia	10,0%
Saras	Energia	2,5%
Recordati	Farmaceutici	5,0%
Tenaris	Materie prime	2,5%
De Longhi	Prodotti per la casa	2,5%
EEMS	Tecnologia	2,5%

L'anno che sta iniziando sarà probabilmente quello della tanto "attesa" (erano almeno 2 anni che veniva prevista) recessione USA: le sue conseguenze si dispiegheranno sulla crescita europea che rallenterà e saranno invece più modeste sulle economie emergenti che saranno il vero motore della congiuntura mondiale nel 2008.

Tutto ciò avrà evidentemente un forte impatto sui mercati azionari che però, a differenza di quanto accaduto nel 2001, non si sono fatti sorprendere dalla recessione nel pieno di una bolla speculativa, ma con titoli per lo più correttamente valutati.

Ecco perché i cali avviati a luglio, sull'onda della crisi dei mutui sub-prime, hanno rapidamente condotto le quotazioni su livelli che oggi, anche se visti alla luce dello scenario recessivo, non sono particolarmente preoccupanti.

Gli indici azionari americano ed europeo necessiteranno di un ulteriore calo di circa il 10% per incorporare appieno uno scenario recessivo, ma già alcuni settori europei (assicurazioni, auto, banche, farmaceutici e petrolifero) ed alcuni indici internazionali (Italia, Francia, Germania e Giappone) scontano significativi ridimensionamenti dei profitti aziendali.

La volatilità sui listini sarà piuttosto elevata e la deriva dei prezzi nel corso dei primi mesi dell'anno dovrebbe essere con maggiori probabilità negativa piuttosto che positiva, con l'obiettivo di condurre gli indici verso livelli più consoni alle attese di recessione.

Esistono però settori, mercati e, soprattutto, titoli le cui quotazioni sono già estremamente interessanti e che potrebbero costituire una tentazione per gli investitori che dispongono di liquidità da investire. Il dilemma di questi ultimi è tra iniziare a fare acquisti su titoli oggettivamente sottovalutati o aspettare che questi, travolti dal clima generalmente negativo, scendano ulteriormente. Si noti che la situazione è assolutamente identica per chi tali titoli li ha già in portafoglio: tenerli confidando nella loro sottovalutazione o venderli per riacquistarli a prezzi inferiori?

Non rispondiamo volutamente alla domanda, poiché la risposta deve tenere conto della sensibilità e dello stile più o meno aggressivo di ciascun investitore.

Riteniamo però opportuno evidenziare che i bassi multipli con cui quotano oggi gran parte dei mercati costituiscono una buona difesa dal ridimensionamento degli utili aziendali che inevitabilmente deriverà dal rallentamento economico.

Trascorsa una prima fase dell'anno in cui le vendite dovrebbero ancora prevalere sugli acquisti, i mercati offriranno molte occasioni di ingresso assai interessanti che potranno essere colte.

Osserviamo infine che l'espansione dei multipli, tanto attesa dagli investitori a coronamento del grande rialzo iniziato nel 2002/2003, non realizzandosi ha certamente deluso molte aspettative, ma ha salvato i mercati da una pericolosa sopravvalutazione di cui oggi pagheremmo molto care le conseguenze.

La presente pubblicazione è stata prodotta dall'Ufficio Studi della Cellino e Associati SIM S.p.A., 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.