



Prospettive economiche e strategie di investimento per il 2010

Gennaio 2010

Indice

Dopo l'annus horribilis dei mercati finanziari, l'annus horribilis dell'economia

Il crollo del PIL

Un lento recupero

La normalizzazione dei mercati finanziari

Il mercato interbancario

Le attese di inflazione

I corporate bond

Il mercato azionario

Portafogli suggeriti

Mercati internazionali

Settori europei

Azioni italiane

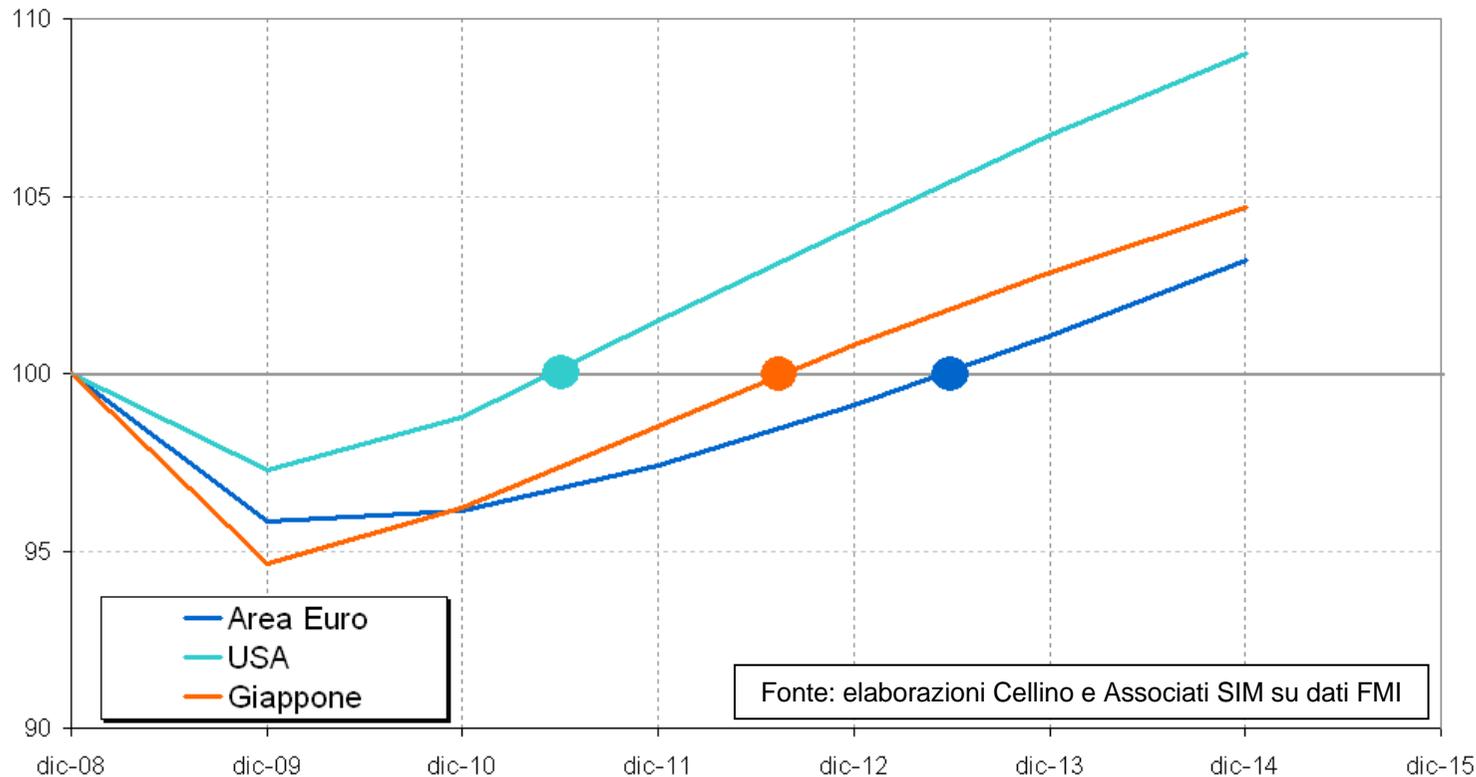
Il tasso di crescita del PIL secondo le stime e le previsioni del Fondo Monetario Internazionale

	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 (stime)	-4,2%	-2,7%	-4,4%	-5,4%	1,7%	-1,1%
2010 (previsioni)	0,3%	1,5%	0,9%	1,7%	5,1%	3,1%

Fonte: elaborazioni Cellino e Associati SIM su dati FMI

L'impatto della crisi è ben misurato dalle pesanti riduzioni patite dal Prodotto Interno Lordo delle principali economie internazionali nel corso del 2009. Solo l'area dei Paesi Emergenti non ha subito una contrazione, ma la crescita dell'1,7% appare ben poca cosa in relazione al tasso di crescita medio del precedente decennio. Il crollo contemporaneo di tutte le principali economie è sintetizzato dal valore negativo della crescita mondiale, evento che non si era mai realizzato dal 1980, ossia da quando sono disponibili le statistiche del Fondo Monetario Internazionale. Le previsioni del FMI per il 2010, sostanzialmente allineate con il consenso, sono per un ritorno alla crescita, ma, a differenza di quanto generalmente è accaduto dopo le precedenti recessioni, il recupero avverrà a tassi piuttosto modesti e si renderanno quindi necessari tempi lunghi per un ritorno ai livelli pre-crisi.

Il ritorno del PIL ai livelli pre-crisi



La simulazione rappresentata nel grafico è stata realizzata sulla base delle previsioni del FMI per le tre principali aree economiche del pianeta: la prima economia che dovrebbe rivedere un livello di PIL pari a quello del 2008 sarà quella americana, nel 2011; seguiranno il Giappone nel 2012 e l'Area euro nel 2013. Per l'ennesima volta, la maggiore elasticità della loro struttura economica, consentirà agli USA di guidare la ripresa economica mondiale.

La normalizzazione dei mercati finanziari

«There is a general sentiment, as regards a number of risk premiums, a number of features such as spreads» that « we came back to the pre-Lehman situation»

Jean Claude Trichet, 11 maggio 2009

La bufera che ha colpito i mercati finanziari nel 2008 è stata il preludio della pesante congiuntura economica del 2009: non poteva essere altrimenti, per la naturale capacità dei mercati finanziari di anticipare gli eventi dell'economia reale, ma soprattutto perché l'origine della crisi era di natura prettamente finanziaria.

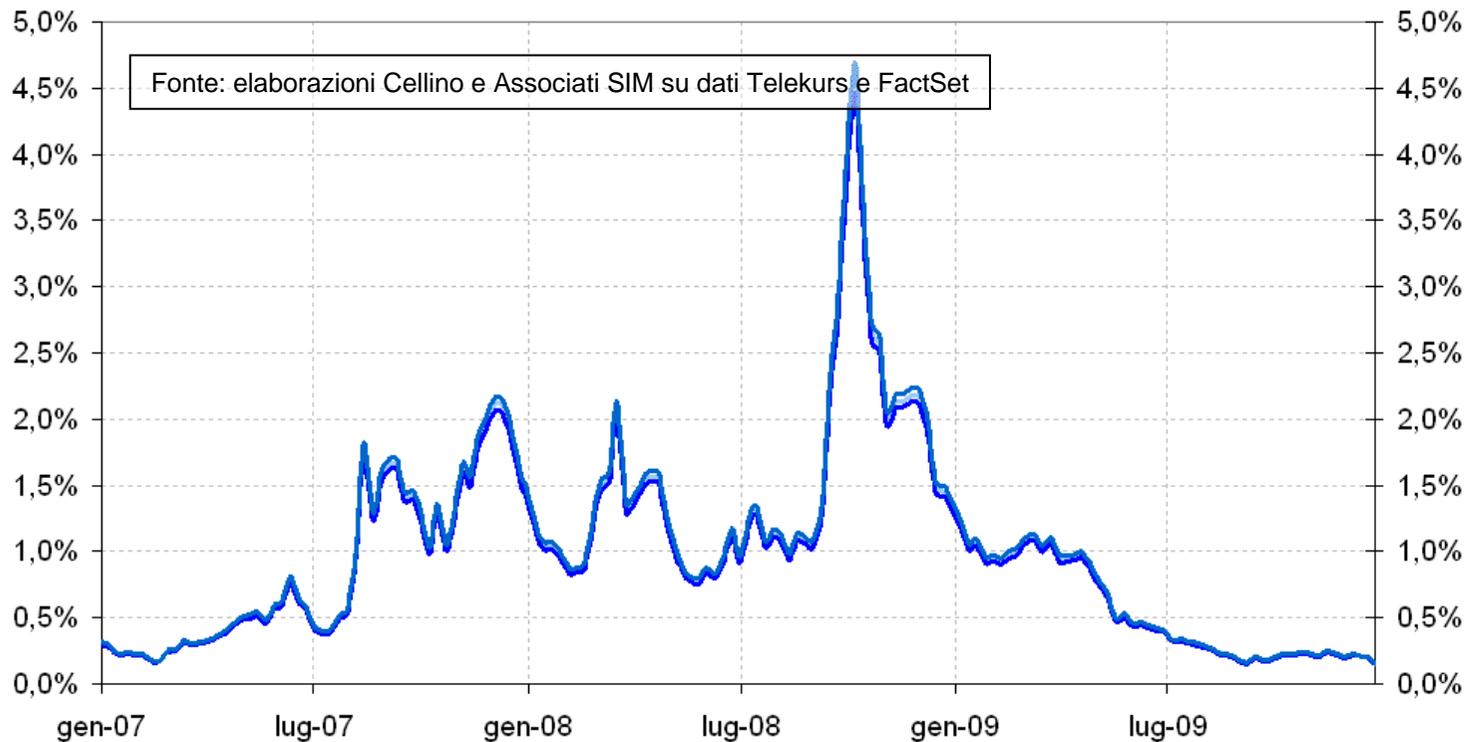
Nel 2009, mentre l'economia mondiale pativa la «grande recessione», i mercati finanziari si sono incamminati sul sentiero della normalizzazione, svolgendo, anche in questo caso, il ruolo di anticipatori dell'andamento dell'economia reale, per la quale, come detto, il ritorno ai livelli pre-crisi è atteso nei prossimi anni.

La dissonanza fra mercati finanziari ed economia reale osservata nel 2009 deve essere analizzata alla luce di quella di segno opposto realizzatasi nel corso del 2008: concentrare l'attenzione solo sull'ultimo anno potrebbe dare consistenza all'opinione, a nostro giudizio errata, che si stia gonfiando una nuova bolla speculativa sui mercati azionari.

La nostra idea è che ciò a cui abbiamo assistito negli ultimi dieci mesi sui mercati finanziari, compreso quello azionario, sia stato semplicemente un **ritorno alla normalità**, dopo che, grazie al sostegno offerto dalle politiche monetarie e fiscali messe in cantiere in tutti i principali paesi, si è dissolto il timore di un collasso del sistema finanziario.

Negli ultimi mesi del 2008 e nei primi del 2009, in conseguenza del terremoto causato dal fallimento di Lehman Brothers, si sono osservate numerose anomalie nei mercati finanziari, e nel corso di quel difficile periodo ne abbiamo individuate e descritte alcune: nelle prossime pagine illustriamo il ritorno alla normalità, avvenuto nel corso del 2009.

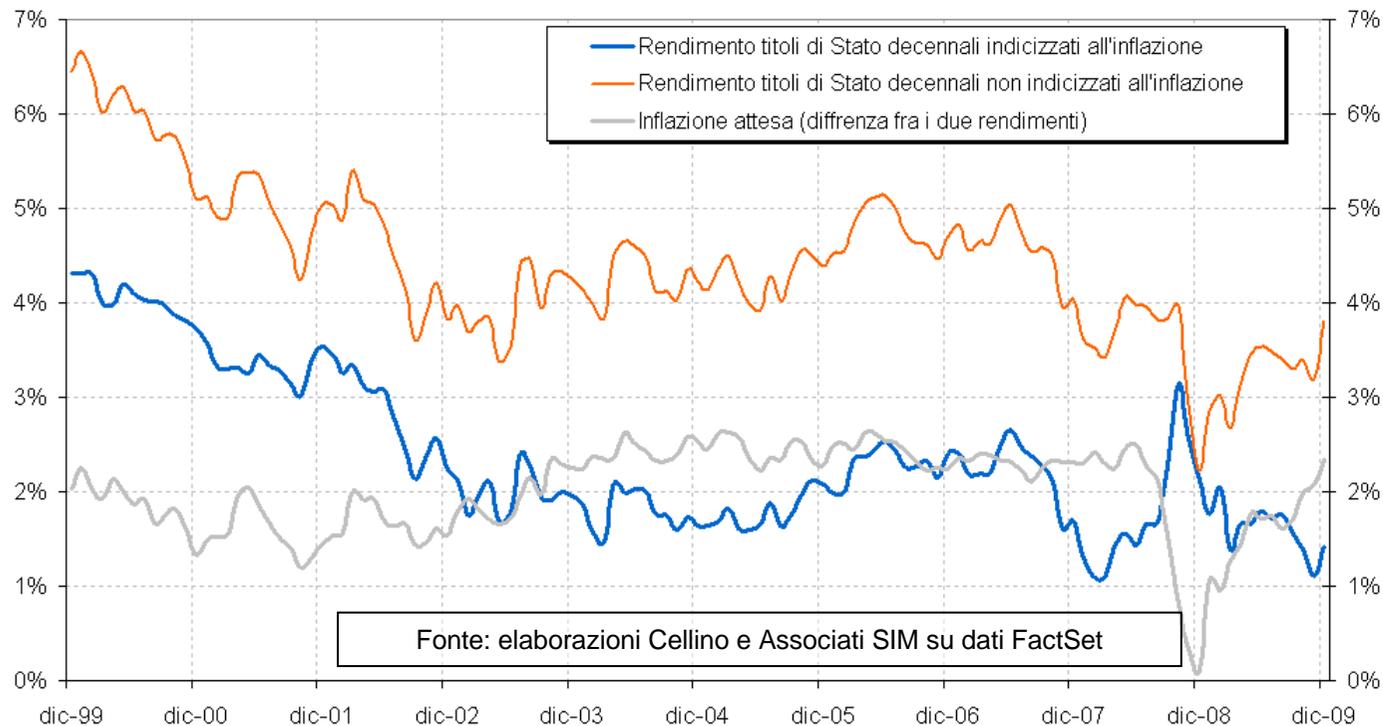
Il TED spread



Il cosiddetto TED spread è il differenziale fra il tasso Libor a tre mesi sul dollaro, ossia il tasso vigente per i prestiti in dollari a tre mesi fra le banche, ed il rendimento di un titolo di Stato USA di pari durata. Poiché il titolo di Stato è considerato come privo di rischio, il differenziale è interamente spiegato dal rischio attribuito ai debitori bancari. Come si può osservare, il differenziale ha abbandonato il proprio livello "normale" (inferiore allo 0,5%) già nell'estate 2007, quando iniziavano ad emergere i primi sintomi della crisi dei mutui sub-prime. Il fallimento di Lehman Brothers è molto ben evidenziato dall'impennata dell'indicatore, che segnala il picco della sfiducia nel sistema

finanziario, oltre che il congelamento del mercato interbancario. Da quel momento, come è noto, al mercato interbancario si sostituiranno le banche centrali, concedendo liquidità illimitata alle banche commerciali ed anche a quelle d'affari, normalmente escluse da questo tipo di operazioni. Si aggiungerà poi la garanzia, più o meno esplicita, offerta dai principali governi alle banche dei propri paesi. Grazie a questi e ad altri interventi, il mercato interbancario si è incamminato sulla strada della normalizzazione, raggiungendo solo verso la fine del 2009 livelli paragonabili a quelli pre-crisi.

L'inflazione attesa negli USA



giapponese” per l’economia globale. La deflazione, dicevano in molti, sarebbe stata la triste compagna di strada della depressione che attendeva l’economia globale. I mercati si adeguarono a questi timori ed espressero, attraverso il differenziale fra i rendimenti dei titoli di Stato indicizzati all’inflazione (rendimenti reali) e quelli non indicizzati (rendimenti nominali), attese di inflazione di lungo termine via via decrescenti, sino a toccare il livello zero che implicava un lungo periodo di deflazione.

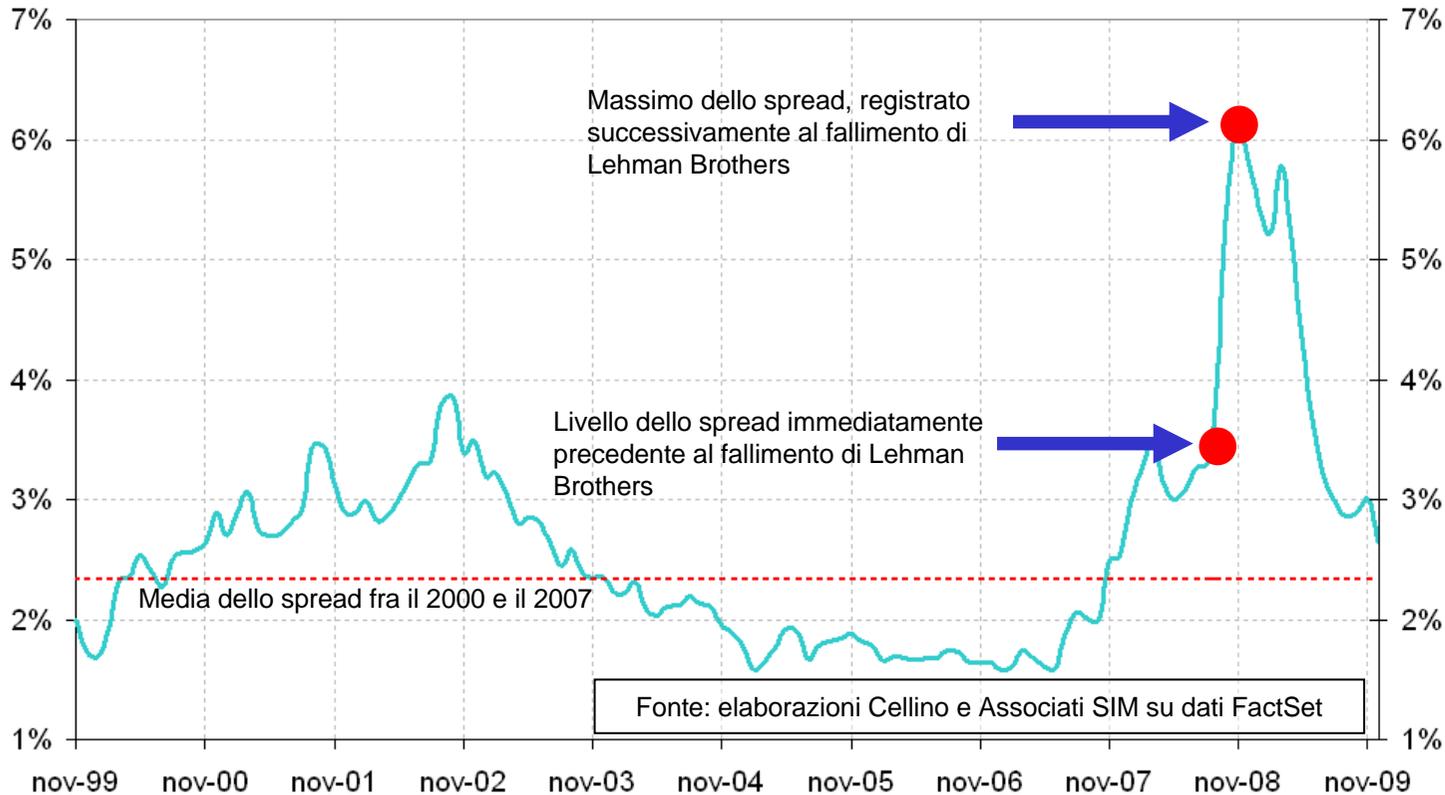
Anche l’inflazione attesa ha conosciuto nel 2009 un processo di normalizzazione che l’ha ricondotta su livelli paragonabili a quelli pre-crisi.

La deflazione è una diminuzione generalizzata dei prezzi, ossia l’opposto dell’inflazione, che invece ne rappresenta un aumento. La maggior parte degli economisti ritiene che un sistema economico sano si caratterizzi per un moderato livello di inflazione, mentre la deflazione viene generalmente associata ad uno stato patologico della congiuntura. La lunga crisi giapponese degli anni ’90 è stata accompagnata dalla deflazione e molti osservatori, all’inizio dell’anno scorso, intravedevano uno “scenario

La normalizzazione dei mercati finanziari

I corporate bond

Il differenziale di rendimento fra i bond corporate in USD a lunga scadenza con rating Baa e i titoli di Stato decennali USA



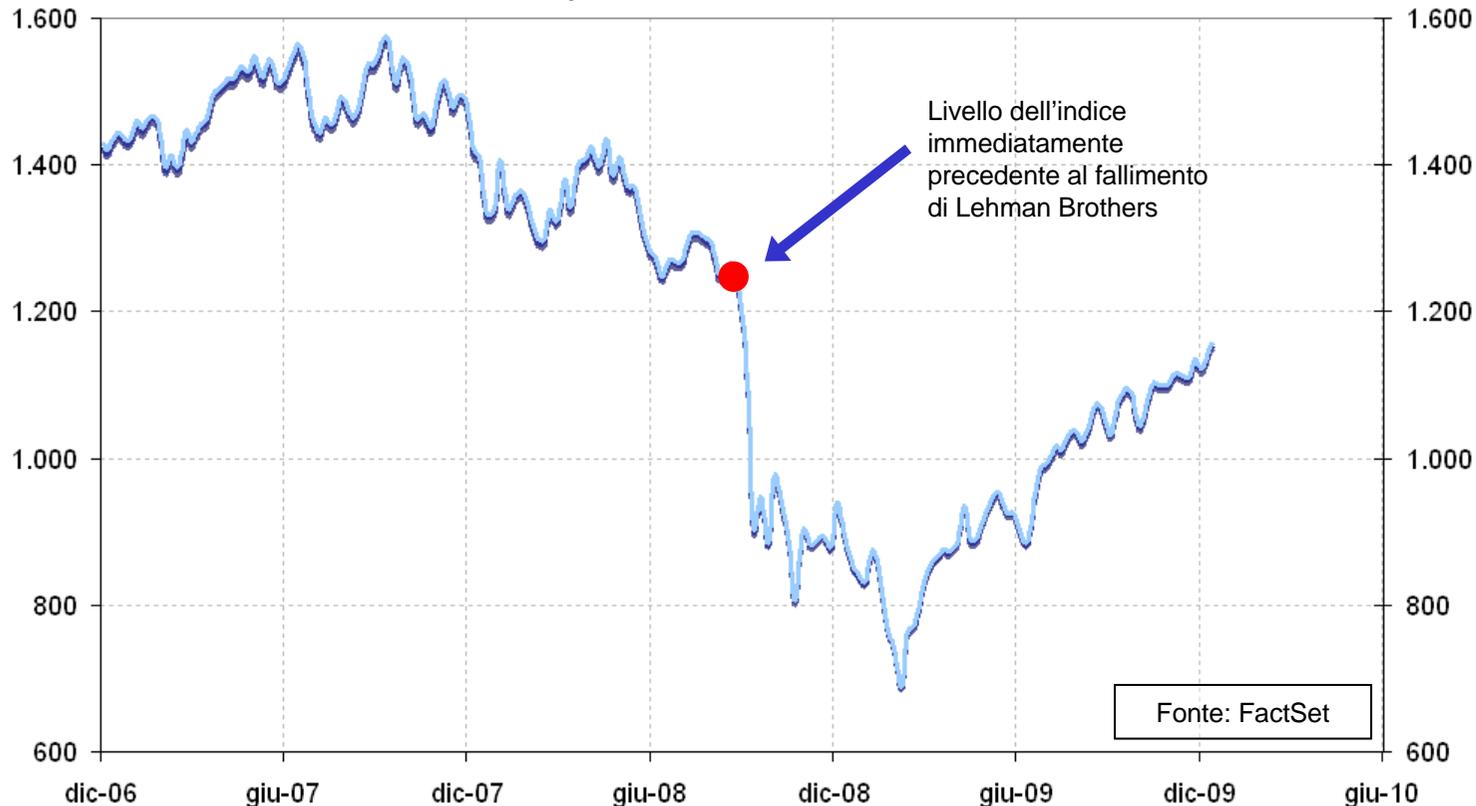
Questa grandezza, negli ultimi ventiquattro mesi, ha seguito il medesimo canovaccio di quelle analizzate in precedenza: il fallimento di Lehman Brothers è avvenuto quando lo spread aveva già raggiunto livelli superiori alla media, ma non ancora drammatici.

Dopo la bancarotta della banca d'affari, l'idea che l'economia fosse prossima alla depressione e che il sistema finanziario non sarebbe più stato in grado di sostenere le aziende indebitate ha determinato l'esplosione dello spread.

Anche in questo caso, il livello raggiunto oggi dall'indicatore è del tutto coerente con l'andamento osservabile prima della crisi.

La differenza (spread) fra il rendimento dei corporate bond (obbligazioni societarie) dotati di rating Baa e quello dei titoli di Stato misura il premio per il rischio pagato dalle imprese dotate di merito di credito medio basso. Poiché, come è ovvio, l'andamento ciclico dell'economia si riflette sulla capacità delle imprese di onorare i propri debiti, l'indicatore in questione costituisce una buona misura delle attese che il mercato nutre circa il futuro della congiuntura.

Il recupero dell'indice S&P 500



L'ultima anomalia che analizziamo e di cui descriviamo il ritorno alla normalità è quella riguardante il mercato azionario: il poderoso rimbalzo avviato a marzo del 2009 ha ricondotto quasi tutti gli indici in prossimità dei livelli precedenti il fallimento di Lehman Brothers. La maggior parte dei listini dei paesi sviluppati, similmente a quanto è accaduto negli USA - dei quali rappresentiamo nella figura l'indice - si trova ancora leggermente al di sotto di tali livelli.

Le borse dei paesi emergenti hanno invece generalmente superato i livelli precedenti la bancarotta di Lehman e, in alcuni casi, hanno addirittura recuperato i massimi raggiunti nel 2007.

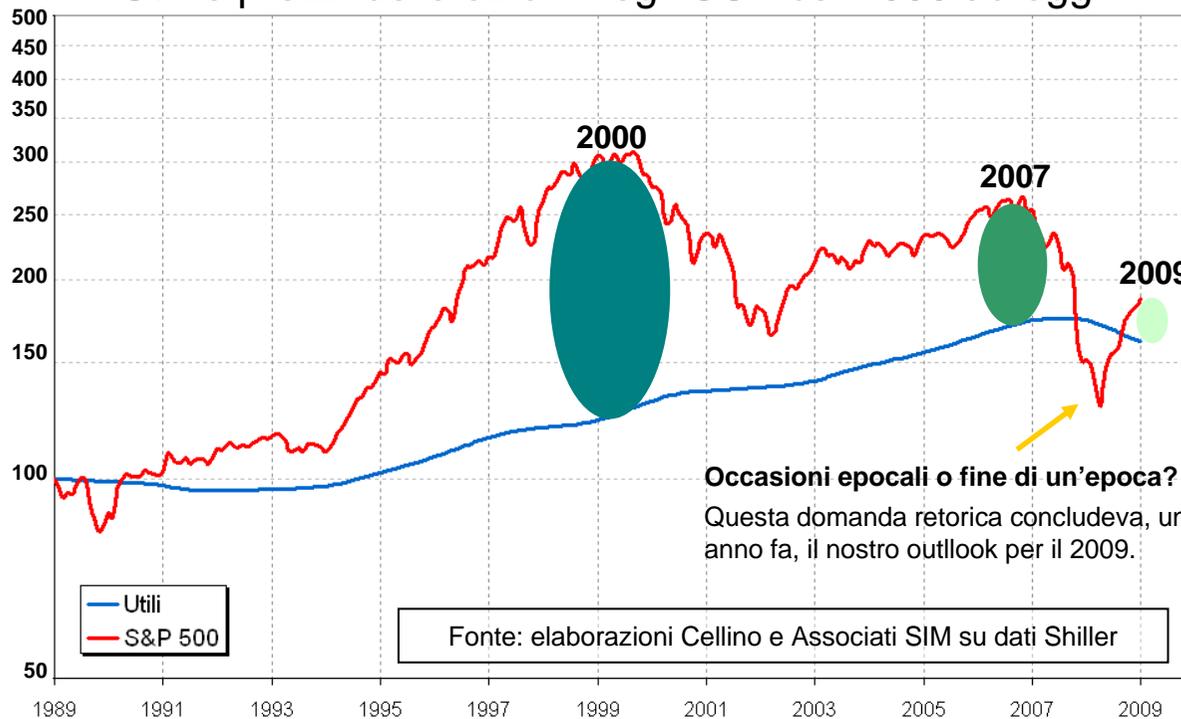
I mercati azionari sono però, a detta di alcuni, in odore di bolla speculativa e prendere atto del loro ritorno sui livelli precedenti la crisi non è sufficiente ad escludere tale eventualità.

Per verificare che il movimento dei mercati azionari sia stato, al pari di quello conosciuto dagli altri mercati finanziari, un **fenomeno di normalizzazione** e non un eccesso che ha condotto ad una bolla, occorre un'analisi più approfondita, che tenga conto della relazione di lungo termine fra il prezzo delle azioni delle società quotate e gli utili da esse prodotti.

La normalizzazione dei mercati finanziari

Il mercato azionario

Utili e prezzi della azioni negli USA dal 1990 ad oggi



Nel grafico sono rappresentati il prezzo e gli utili per azione dell'indice S&P500, ricondotti a base 100 il 31-12-1989. Entrambe le grandezze sono espresse in termini reali, ossia, al netto dell'inflazione. Gli utili sono quelli normalizzati per l'effetto del ciclo economico, calcolati, sulla base di quanto proposto da Shiller, come media aritmetica degli utili reali *as reported* degli ultimi 10 anni. La data di partenza è stata scelta poiché rappresenta un punto di relativo equilibrio per i mercati azionari che, prima degli eccessi degli anni '90, potevano considerarsi correttamente valutati. Poiché alla data iniziale il mercato era correttamente valutato, la sopra e sottovalutazione nei momenti successivi può essere

facilmente identificata: quando la curva rossa si colloca al di sopra di quella blu significa che la crescita dei prezzi ha ecceduto quella degli utili e il mercato è sopravvalutato; al contrario, si dirà che il mercato risulta sottovalutato quando la curva rossa si trova al di sotto della blu.

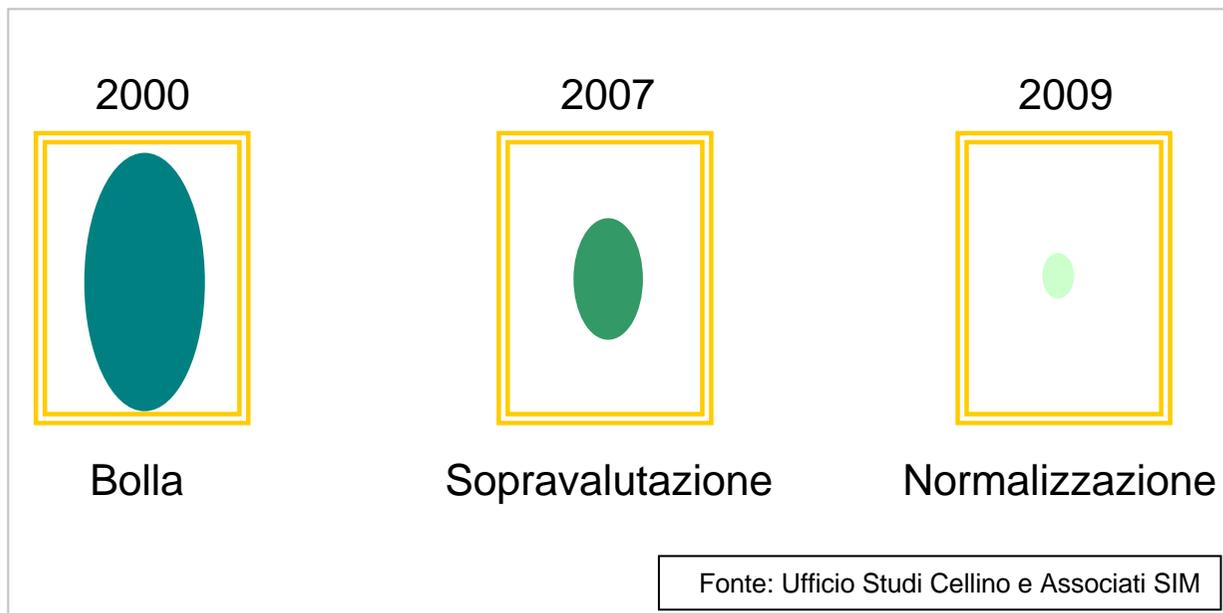
La dimensione della sopravvalutazione è misurata dalle ellissi colorate in differenti sfumature di verde.

Il periodo osservato è stato caratterizzato da un certo grado di euforia, poiché si identificano solamente due episodi di sottovalutazione: uno in corrispondenza della prima guerra del Golfo nel 1990 ed un altro, più marcato, nel marzo del 2009.

Non a caso in prossimità di dell'ultimo episodio affermavamo che quello era il momento migliore degli ultimi 20 anni per acquistare azioni.

Ora che la curva rossa è nuovamente al di sopra di quella blu e che si è tornati a parlare di bolla speculativa, riteniamo opportuno fare un po' di chiarezza su un termine che negli ultimi anni è stato utilizzato, a nostro parere, con eccessiva leggerezza.

Tre bolle in dieci anni?



Un'asset si trova in bolla speculativa quando il reddito che questo è in grado ragionevolmente di offrire su di un orizzonte temporale adeguato non è idoneo a remunerare l'investimento necessario per acquistarlo. L'idoneità del rendimento atteso è da valutare in relazione a quello privo di rischio ottenibile nel momento in cui si compie la valutazione ed alla rischiosità dell'asset che si sta valutando.

Alla luce di questa definizione, e tenuto conto del modello di Shiller per la determinazione del rendimento atteso dal mercato azionario (del quale richiamiamo in appendice i fondamenti) riteniamo che, nel corso del decennio appena concluso, il mercato fosse riconducibile alla fattispecie di bolla speculativa solamente nel 2000.

Infatti, a distanza di 10 anni da quel picco, gli investitori possono vantare, nella migliore delle ipotesi, modesti redditi derivanti dagli investimenti azionari, comunque inferiori a quelli che avrebbero potuto ottenere dai titoli di Stato.

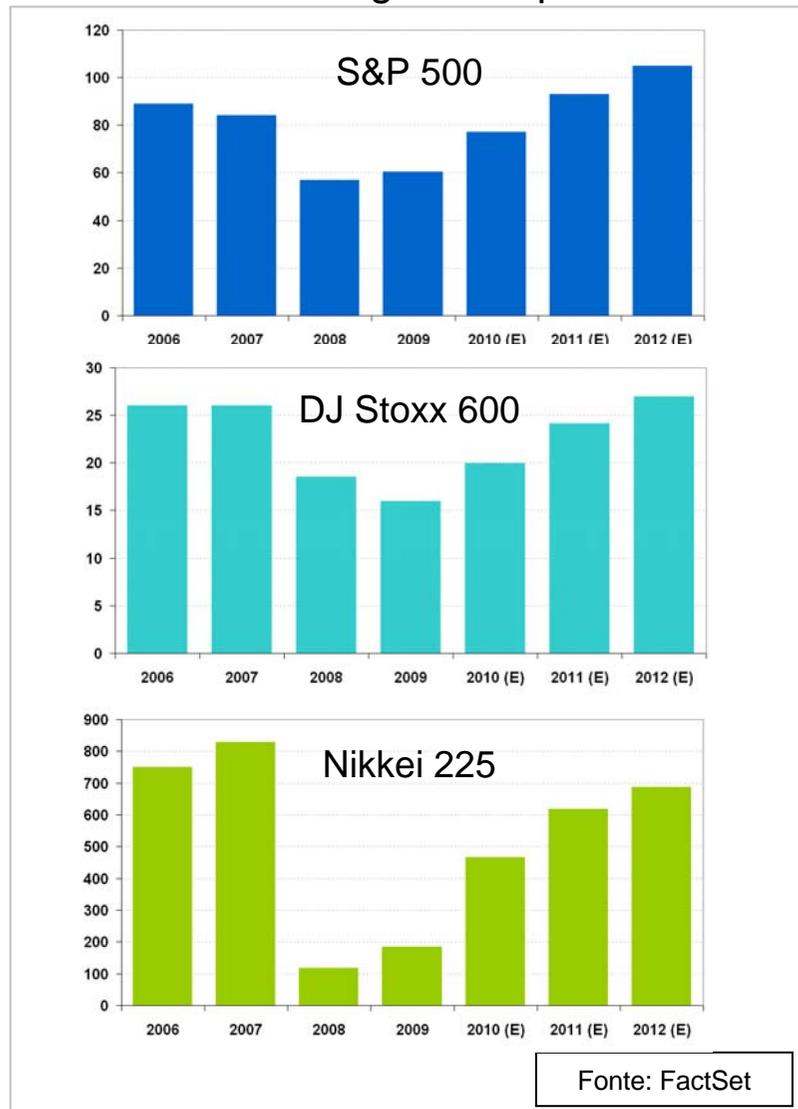
In corrispondenza dei massimi del 2007 il mercato americano risultava decisamente sopravvalutato, ma le condizioni di bolla non si erano ancora materializzate. Chi ha comprato su quei picchi, a differenza di chi ha comprato sui massimi del 2000, ha "acquistato" rendimenti attesi ancora adeguati e riteniamo che, trascorso un decennio dall'acquisto, la condizione di quegli investitori risulterà decisamente migliore di chi si era fatto attrarre dalle lusinghe della bolla dei titoli tecnologici.

La situazione attuale si commenta da sé: in un'ottica di lungo termine il mercato risulta solo leggermente sopravvalutato. Ne deriva che il rendimento atteso è di poco inferiore a quello medio storico, ma parlare di bolla speculativa appare del tutto fuori luogo.

La normalizzazione dei mercati finanziari

Il mercato azionario

Il consenso sugli utili "operativi"



L'analisi di lungo periodo, però, nulla dice circa le prospettive di breve-medio termine. Indipendentemente dalla presenza di una bolla speculativa (peraltro inesistente), i movimenti dei listini nei prossimi mesi saranno determinati in buona misura dalle attese di ritorno dei profitti aziendali. Ritorno alla normalità, per i mercati azionari, significa infatti guardare alle prospettive di utile delle società quotate, e ad esse, a nostro parere, si dovrà d'ora innanzi fare riferimento per comprendere i movimenti degli indici. Il rialzo dei mercati ha trovato supporto sino ad ora nella considerevole sottovalutazione in cui erano precipitati dopo la bancarotta di Lehman Brothers. Ora che questa anomalia è stata riassorbita, un ulteriore spunto potrà arrivare dalle attese di recupero degli utili aziendali, il cui ritorno ai livelli pre-crisi si realizzerà, stando alle previsioni, in anticipo rispetto al recupero dell'economia reale.

Che i profitti rivedano il picco prima del resto dell'economia è piuttosto normale, in virtù dei severi piani di razionalizzazione cui sono state sottoposte le principali aziende internazionali, capaci ora di generare maggiori utili a parità di ricavi. Così, quando nel 2011 il PIL americano dovrebbe rivedere il livello del 2008, gli utili della *corporate* America (indice S&P 500) raggiungeranno, secondo le previsioni, nuovi massimi. L'Area euro, come detto, dovrebbe ritornare nel 2013 ad un livello di PIL pari a quello del 2008, mentre i profitti delle aziende europee (indice DJ Stoxx 600) toccheranno nuovi massimi nel 2012. Solo in Giappone, secondo il consenso degli analisti, la ripresa dei profitti (indice Nikkei 225) potrebbe non anticipare quella dell'economia generale.

Il rialzo dei mercati azionari ha quindi ancora benzina, ma ora si fonda su attese e non su un'obiettiva sottovalutazione, quindi la marcia degli indici si potrebbe rivelare d'ora in poi maggiormente contrastata.

Paese	Giudizio
Europa (ex DE)	Sottopesare
Germania	Sovrapesare
USA	Sovrapesare
Giappone	Sottopesare
Paesi Emergenti	Neutrale

Fonte: Ufficio Studi Cellino e Associati SIM

Per quanto concerne l'asset allocation globale riteniamo opportuno sovrapesare gli USA, la cui ripresa dovrebbe rivelarsi più rapida ed intensa. Sottopesiamo invece l'Europa, eccezion fatta per la Germania che dovrebbe, più degli altri paesi del continente, beneficiare della ripresa americana. Sottopesiamo anche il Giappone, mentre ai mercati azionari dei paesi emergenti, più a rischio degli altri relativamente ad una possibile bolla speculativa, attribuiamo un peso neutrale.

Settore	Giudizio
Auto	Positivo
Banche	Positivo
Costruzioni	Positivo
Alimentari	Positivo
Utilities	Positivo
Assicurativo	Positivo
Media	Positivo
Petrolifero	Positivo
Retail	Positivo
Telecom	Positivo
Farmaceutico	Neutrale
Industriale	Neutrale
Beni di consumo	Neutrale
Tecnologia	Neutrale
Materie Prime	Negativo
Cimica	Negativo

Fonte: Ufficio Studi Cellino e Associati SIM

Deriviamo da un approccio *bottom up*, basato sulla valutazione dei titoli appartenenti a ciascun comparto, le indicazioni relative ai principali sub-settori dell'indice DJStoxx 600.

Titolo	Settore	Peso
Campari	Alimentari	3%
Assicurazioni Milano	Assicurazioni	3%
UBI Banca	Banche	5%
Unicredito	Banche	20%
Banco Popolare	Banche	3%
Banca MPS	Banche	3%
Italcementi	Costruzioni	3%
Buzzi	Costruzioni	3%
ENI	Energia	20%
Saras	Energia	3%
Recordati	Salute	3%
Autostrada TO-MI	Industriali	3%
Telecom Italia	Telecomunicazioni	10%
A2A	Utilities	3%
ENEL	Utilities	15%

Fonte: Ufficio Studi Cellino e Associati SIM

Rispetto a quello suggerito per il 2009, il nostro portafoglio azionario Italia suggerito per il 2010 si arricchisce di sei nuovi titoli (evidenziati in giallo) e ne perde tre: **Unipol, FIAT e Intesa SanPaolo**.

Appendice

NOTE SUL CALCOLO DEL RENDIMENTO ATTESO DI LUNGO PERIODO

Sulla base del Dividend Discount Model il valore fondamentale di un'azione è pari alla somma degli infiniti dividendi futuri (D) attualizzati utilizzando il rendimento richiesto (R):

$$(1) \quad V_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+R)^t} \quad \text{Ipotezzando che i dividendi crescano ad un tasso costante } g \text{ la formula si semplifica} \quad \Rightarrow \quad (2) \quad V_0 = \frac{D_0(1+g)}{R-g}$$

La (2) consente, dati il dividendo attuale, il tasso di crescita dei dividendi e il rendimento richiesto dall'investimento azionario, di calcolare il valore "corretto" dell'azione.

Invertendo tale logica, se al valore fondamentale sostituiamo il prezzo di mercato (P_0), dati il dividendo attuale ed il suo tasso di crescita, possiamo ottenere il **rendimento atteso (r_E)** dall'investimento:

$$(3) \quad r_E = \frac{D_1}{P_0} + g \quad \text{Introducendo il payout } (\pi), \text{ cioè la frazione di utile (E) destinata a dividendo, la formula, immaginando } \pi \text{ costante, può essere riscritta come segue:} \quad \Rightarrow \quad (4) \quad r_E = \frac{\pi \cdot E_0}{P_0} + g$$

Il tasso di crescita g dei dividendi, quindi, sarà anche il tasso di crescita degli utili; se gli utili reinvestiti a fine anno, pari a $(1-\pi) E$, forniscono nell'esercizio successivo un utile aggiuntivo pari a $r_E (1-\pi) E$, possiamo esprimere il tasso di crescita g nel modo seguente:

$$(5) \quad g = \frac{E_t + r_E \cdot E_t(1-\pi)}{E_t} - 1 = 1 + r_E \cdot (1-\pi) - 1 = r_E \cdot (1-\pi)$$

Appendice

Sostituendo la (5) nella (4) otteniamo:

$$(6) \quad r_E = \frac{E_0}{P_0}$$

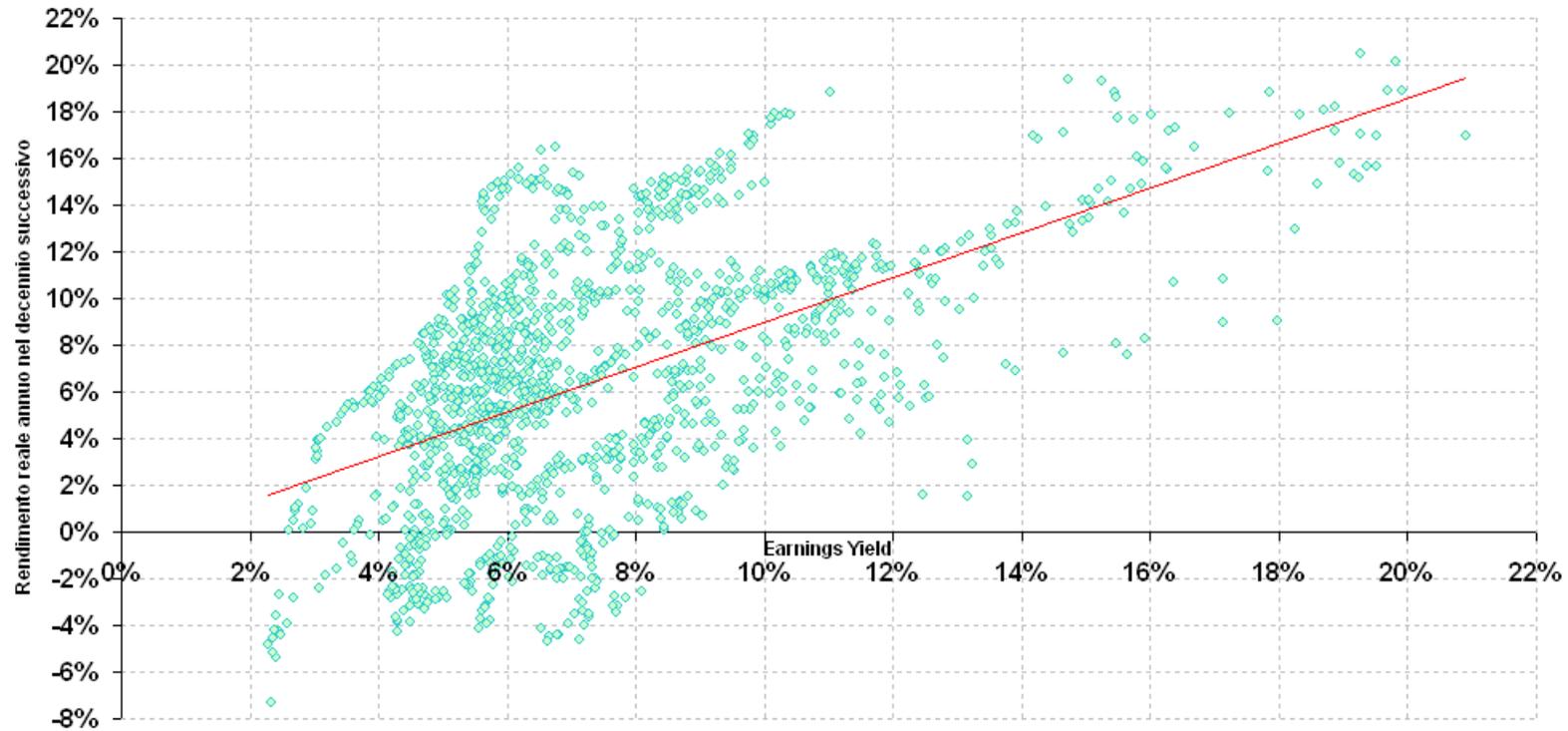
Dunque l'Earnings Yield (EY) rappresenta, sotto le ipotesi indicate, il rendimento atteso dell'investimento azionario, concettualmente assimilabile al rendimento a scadenza di un titolo obbligazionario.

Pur non essendo universalmente riconosciuta è opinione diffusa che l'EY sia una grandezza reale, cioè indipendente dall'inflazione e che quindi approssimi il rendimento atteso reale dell'investimento azionario e non quello nominale; qualsiasi tentativo di confrontare tale rendimento con altri di tipo nominale (ad esempio il cosiddetto "FED model") risulta dunque concettualmente errato.

Shiller utilizza nel calcolo di EY, in alternativa all'utile corrente, troppo mutevole in relazione alla congiuntura, l'utile *cyclically adjusted*, vale a dire la media degli utili deflazionati degli ultimi 10 anni, un lasso di tempo sufficientemente ampio da contenere fasi sia recessive sia espansive, il cui valore medio, dunque, non risulti "deviato" in positivo o in negativo, ma costituisca piuttosto una buona stima degli utili realizzabili in condizioni di "normalità".

Appendice

La relazione fra earnings yield e rendimenti reali di lungo termine
indice S&P500 dal 1881 al 1999



Fonte: elaborazioni Cellino e Associati SIM su dati Shiller

Il grafico testimonia la buona capacità di EY di anticipare i rendimenti annui reali dell'indice S&P 500 su orizzonti decennali.

L'EY in corrispondenza del massimo della bolla speculativa del 2000 era del 2,3%, sui picco del 2007 era del 3,6%, oggi è del 4,9%.

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.