



Prospettive economiche e strategie di investimento per il 2011

Gennaio 2011

Indice

Crescita e crisi

Una ripresa diffusa

A due velocità verso i livelli pre-crisi

Europa e USA: due soluzioni differenti alla crisi del debito

I mercati obbligazionari

Un panorama estremamente differenziato

I mercati azionari

Gli utili aziendali verso i livelli pre-crisi

Le occasioni epocali sono finite

Buone occasioni, ma alti rischi: l'imperativo è diversificare

Portafogli suggeriti

Mercati internazionali

Settori europei

Azioni italiane

Appendice

Tasso di crescita del PIL Stime e previsioni del Fondo Monetario Internazionale

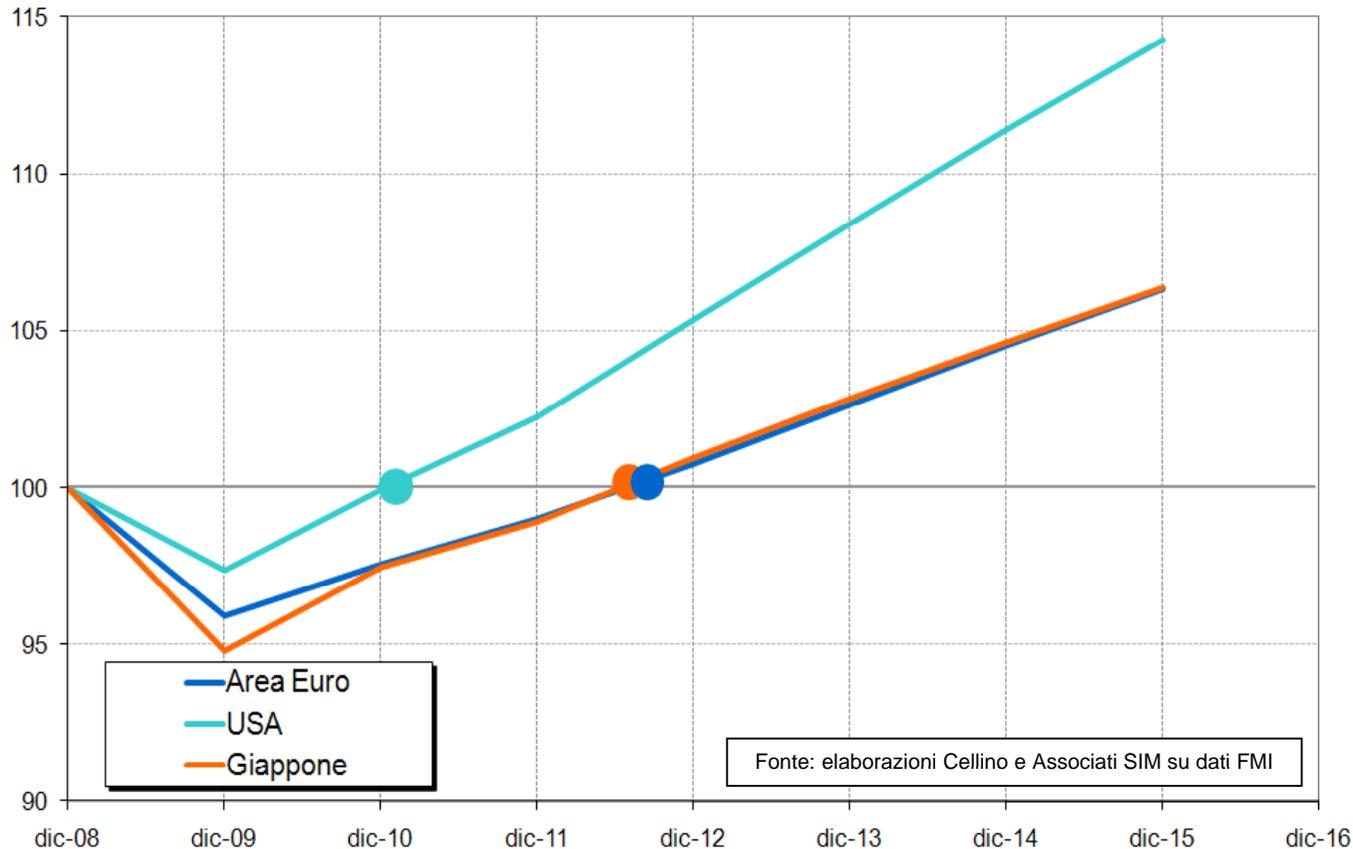
	Area Euro	USA	Gran Bretagna	Giappone	Paesi Emergenti	Mondo
Media 1999-2008	2,1%	2,6%	2,5%	1,2%	6,2%	4,0%
2010 (stime)	1,7%	2,6%	1,7%	2,8%	7,1%	4,8%
2011 (previsioni)	1,5%	2,3%	2,0%	1,5%	6,4%	4,2%

Fonte: elaborazioni Cellino e Associati SIM su dati FMI

Rispetto a quanto ci si attendeva un anno fa la ripresa dell'economia globale nel corso del 2010 è stata più robusta e, soprattutto, più diffusa. Contrariamente a quanto si pensava, infatti, anche le economie sviluppate hanno rialzato la testa, realizzando tassi di crescita assolutamente inattesi. Il PIL USA, cui a inizio anno si attribuiva una crescita dell'1,5%, è infatti cresciuto del 2,6%, quello britannico, avanzato dell'1,7%, ha largamente superato le attese, attestato allo 0,9%, mentre l'economia dell'Area Euro, per la quale ci si attendeva un anno di sostanziale stagnazione, ha messo a segno una soddisfacente crescita dell'1,7%. Notevole, infine, la sorpresa del Giappone che, accreditato ad inizio anno di un +1,7%, ha realizzato una crescita del 2,8%, eccezionale per un'economia che, da ben prima della grande crisi, appariva condannata ad un'inesorabile stagnazione.

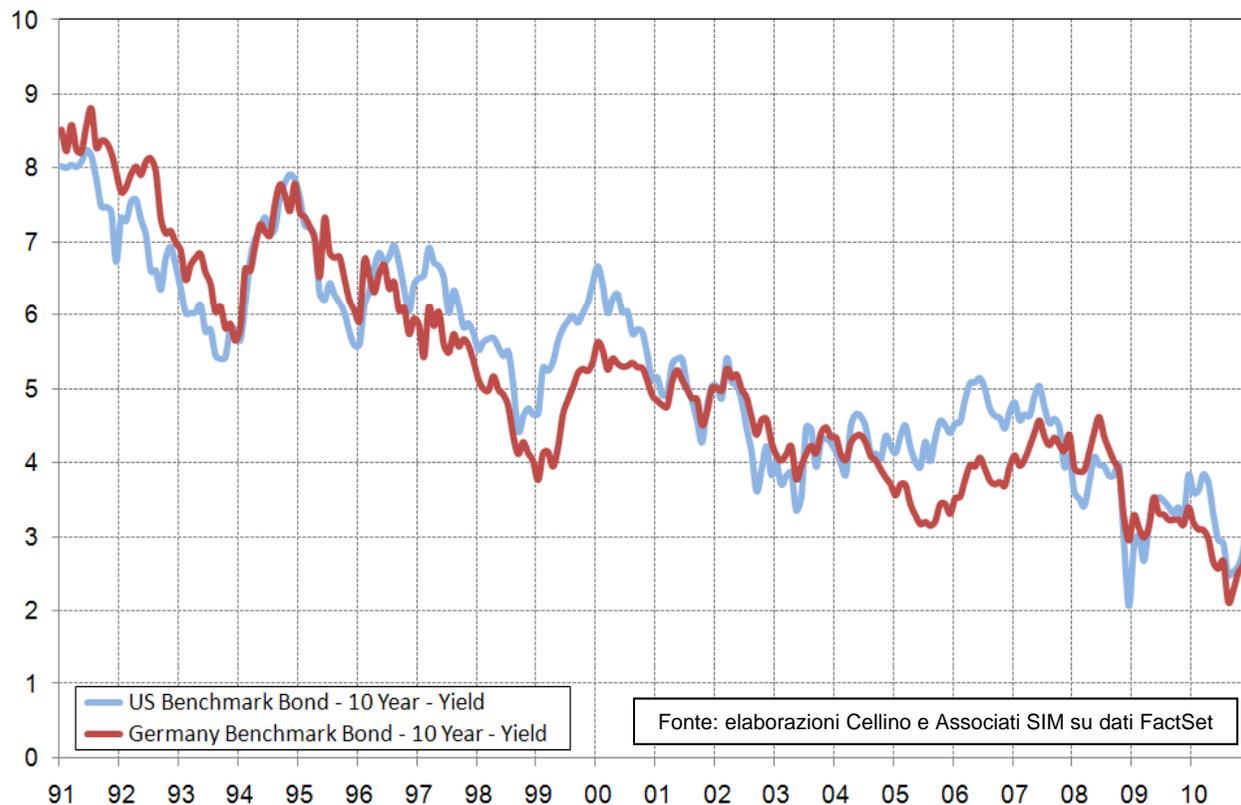
Come si può osservare il 2011 dovrebbe rivelarsi un anno di consolidamento della crescita che, pur vista ancora piuttosto sostenuta, dovrebbe rivelarsi un po' ovunque inferiore a quella del 2010.

Ritorno del PIL ai livelli pre-crisi
(dati definitivi fino al 2009, successivamente stime)



L'inattesa accelerazione ha anche abbreviato i tempi necessari a recuperare i livelli di PIL pre-crisi. In particolare gli USA vi sono già praticamente ritornati, mentre l'Area Euro vede anticipato di qualche mese, rispetto a quanto si poteva ipotizzare un anno fa, l'atteso appuntamento con i livelli pre-crisi. Grazie all'inatteso colpo di reni, invece, il Giappone dovrebbe rivedere il livello di PIL del 2008 già a metà 2011, ossia 12 mesi prima di quanto ci si potesse attendere sulla base delle proiezioni disponibili a fine 2009.

Rendimenti del decennale USA e tedesco a confronto



Non è vero che quella europea sia la sola crisi debitoria. L'America, monetizzando il debito, ha camuffato la propria crisi: i creditori del governo USA, infatti, possono stare tranquilli circa l'integrale rimborso a scadenza delle proprie obbligazioni, ma devono preoccuparsi del valore che avranno i dollari con i quali verranno rimborsati. L'Europa, ispirata dal virtuosismo monetario tedesco, impone invece agli Stati di reperire nei propri bilanci le risorse per rimborsare i prestiti, ma non è detto che i paesi più deboli

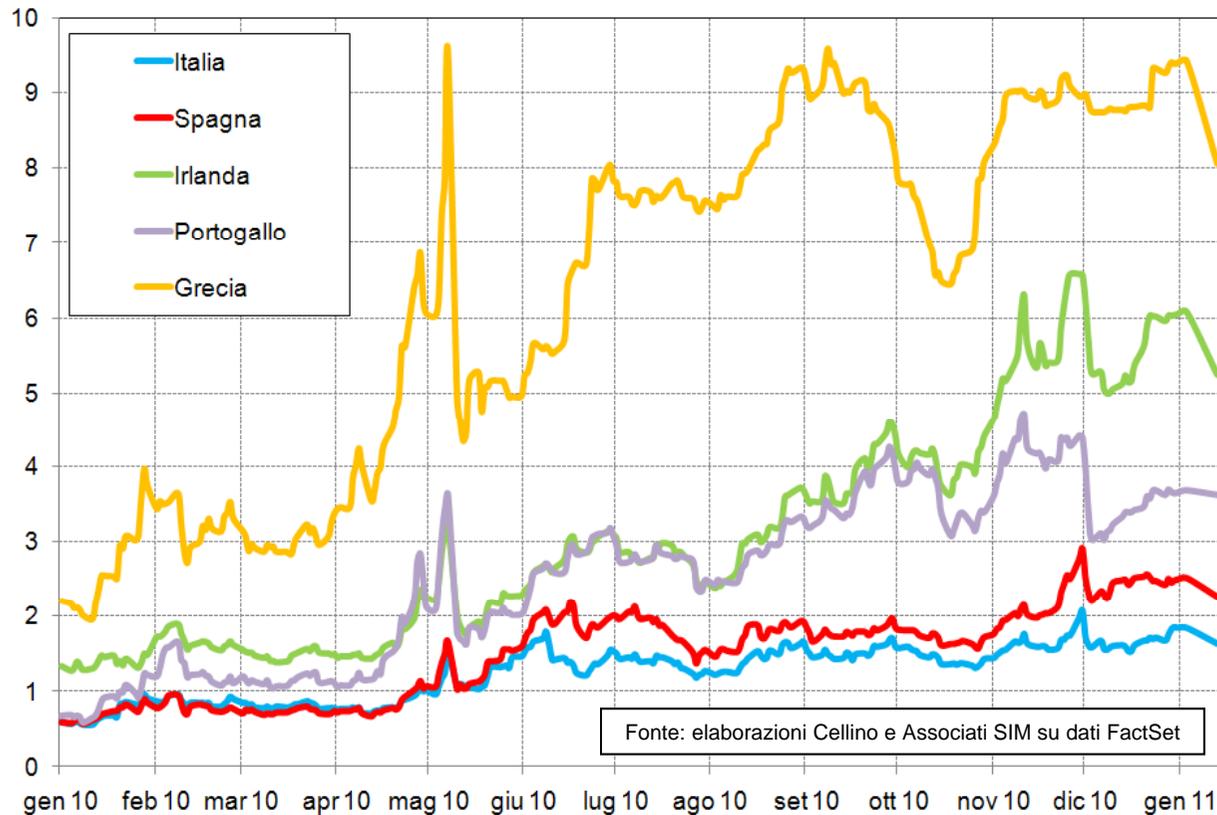
ne possano trovare a sufficienza. I creditori dei paesi europei periferici possono stare dunque tranquilli circa il valore degli euro con cui verranno rimborsati, ma rischiano di non ottenere, a scadenza, l'intero capitale, nel caso di una ristrutturazione del debito.

In pratica, però, non c'è una grande differenza fra il vedersi restituire il 100% del capitale in una moneta che ha perso il 20% del proprio potere d'acquisto o l'80% in una moneta che non ha perso alcunché.

L'Europa dispone inoltre di un'ulteriore carta, consistente nell'emissione dei cosiddetti Eurobond, grazie alla quale potrebbe far valere la propria migliore situazione finanziaria complessiva. Come noto si tratta di una soluzione per ora assai sgradita alla Germania, ma come ha recentemente affermato al riguardo il presidente della BCE J.C. Trichet, per quanto remota possa essere tale eventualità «non si dovrebbe mai dire mai».

La figura mostra come, nel tempo, il debito e la valuta USA abbiano beneficiato, da parte dei mercati, di valutazioni simili a quelle riservate al debito ed alla moneta tedeschi. Alla luce di quanto detto, possiamo immaginare che negli ultimi mesi tale identità sia sostenuta più dagli acquisti di titoli di Stato USA da parte della FED che dalle valutazioni del mercato.

Spread pagato dai titoli decennali emessi dai PIIGS rispetto all'omologo titolo tedesco



Se dunque negli USA gli acquisti della FED stanno portando i rendimenti delle obbligazioni su livelli ingiustificatamente bassi, non è vero che tutti i mercati obbligazionari si trovino nella medesima condizione.

Per quanto riguarda i paesi cosiddetti PIIGS (Portogallo, Irlanda, Italia, Grecia e Spagna), il rendimento del titolo decennale greco all'11,1% (+8,1% rispetto al tedesco), del portoghese al 6,7% (+3,6% rispetto al tedesco), dell'irlandese all'8,3% (+3,0% rispetto al tedesco), dello spagnolo al 5,3% (+2,3% rispetto al tedesco), dell'italiano al 4,7% (+1,6% rispetto al tedesco) ci sembrano infatti segnalare un mercato piuttosto efficiente nel prezzare il rischio dei diversi emittenti.

Forse non è un caso che la Cina abbia comunicato massicci acquisti di obbligazioni europee. Così facendo lo Stato cinese raggiunge due importanti obiettivi: assume il ruolo di salvatore dell'euro (la storia ci dirà quale prezzo dovremo pagare per tanta generosità) e diversifica le proprie riserve valutarie, troppo esposte sul dollaro, i cui rendimenti, a differenza dell'euro, non remunerano adeguatamente il rischio.

I mercati obbligazionari

Un panorama estremamente differenziato

Rendimenti offerti da alcuni emittenti sovrani dell'Area Euro e dagli USA

	1 anno	5 anni	10 anni
Germania	0,7%	2,0%	3,1%
Italia	2,2%	3,7%	4,7%
Spagna	2,5%	4,6%	5,3%
Portogallo	4,2%	5,6%	6,7%
Irlanda	4,6%	7,5%	8,3%
Grecia	10,8%	12,2%	11,1%
USA	0,3%	1,9%	3,3%

Fonte: elaborazioni Cellino e Associati SIM su dati FactSet e Telekurs

La tabella rappresenta l'attuale struttura a scadenza dei rendimenti di alcuni significativi emittenti sovrani. Come detto è certamente vero che in Europa ci sono dei rischi, ma è anche vero, e questa tabella ne è un'ulteriore prova, che tali rischi appaiono ben remunerati. Negli USA, invece, i rendimenti offerti dal mercato non ci sembrano adeguati al potenziale di svalutazione del dollaro.

Germania

Ci sembra l'unico emittente veramente privo di rischio fra quelli elencati in tabella. Le emissioni tedesche non ci sembrano particolarmente interessanti, poiché, soprattutto i titoli a scadenza più lontana, offrono rendimenti reali modesti (anche ipotizzando tassi di inflazione contenuti) e sono esposti al rischio di un possibile maggiore coinvolgimento del governo tedesco nella soluzione della crisi (tramite ad esempio l'emissione degli Eurobond) che si rifletterebbe negativamente sul merito di credito.

Irlanda e Grecia

Escluderemmo l'investimento sui due emittenti più rischiosi dell'Area Euro.

Spagna e Portogallo

Privilegiamo, di questi emittenti, le scadenze brevi (entro i due anni), ben remunerate a fronte di un rischio che consideriamo limitato fintantoché, nel 2013, non entrerà in vigore il nuovo sistema di sostegno dei paesi in crisi che dovrebbe prevedere il coinvolgimento dei creditori nel sostenere l'onere degli eventuali salvataggi.

Italia

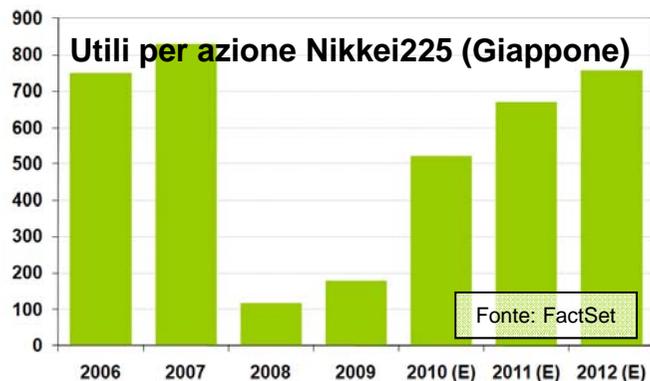
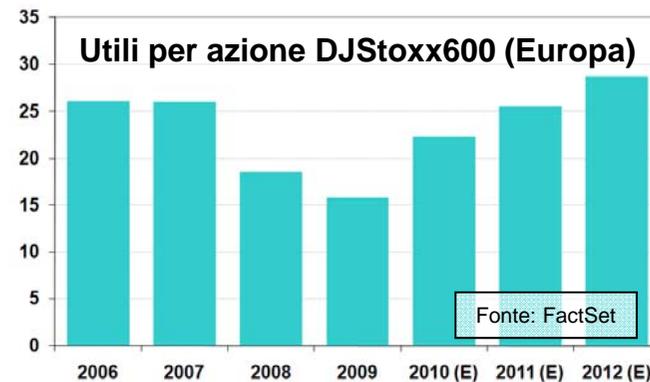
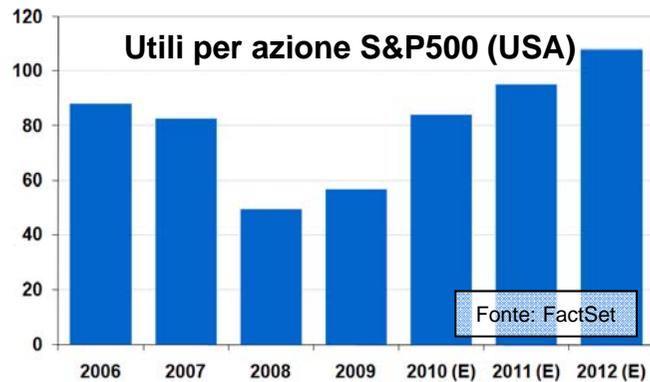
Pensiamo che il nostro paese offra, in questo momento, un profilo rischio/rendimento estremamente interessante. Sono da preferire le scadenze brevi, ma per chi desidera titoli a medio/lungo, quelli italiani ci sembrano i migliori.

USA

Come già ampiamente illustrato, riteniamo che il mercato obbligazionario USA non sia interessante.

I mercati azionari

Gli utili aziendali verso i livelli pre-crisi



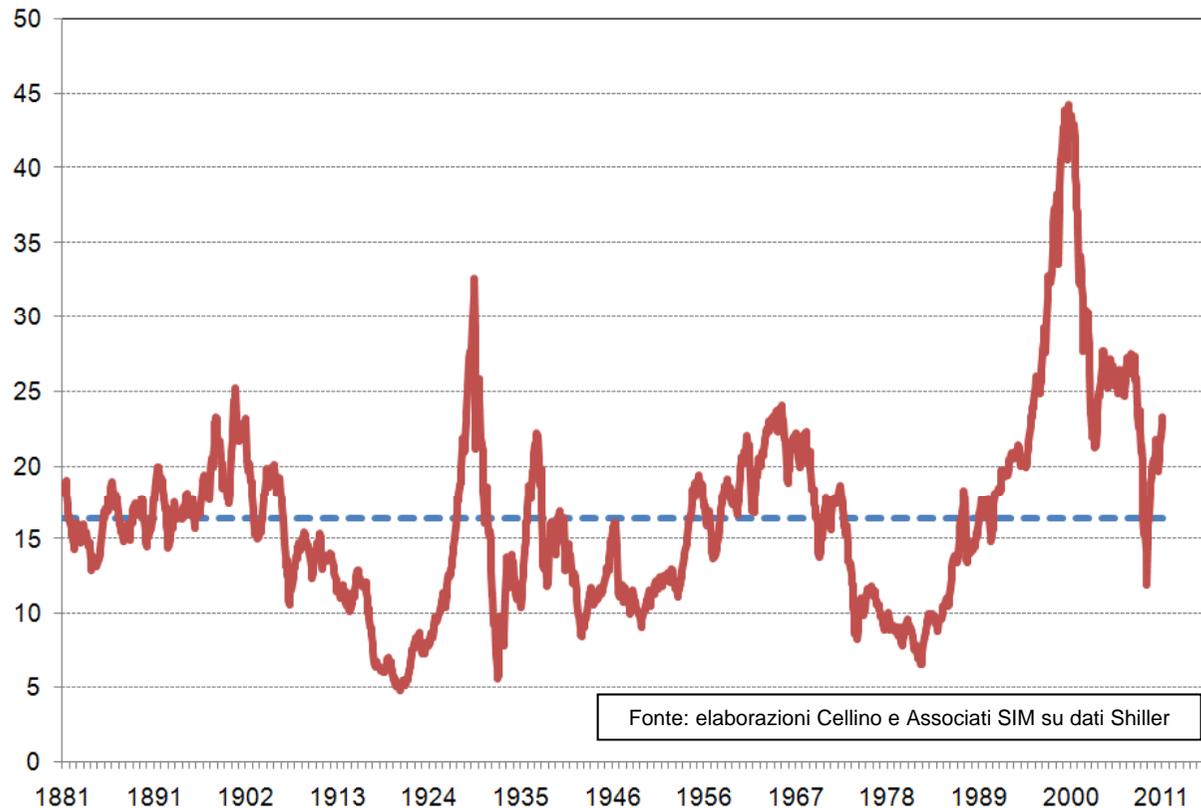
Così come è accaduto per le previsioni circa la crescita economica, anche quelle relative agli utili societari per il 2010 sono risultate eccessivamente prudenti. I profitti del 2010 (ancora disponibili in forma di stima, ma ormai piuttosto stabilizzati) risultano decisamente migliori di quanto gli analisti prevedessero un anno fa.

Anche in questo caso, dunque, la marcia di riavvicinamento ai livelli pre-crisi ha avuto un impulso positivo.

Si noti, in particolare, come già nel 2011 le previsioni attribuiscono agli indici DJStoxx600 e S&P500 livelli di utile per azione simili o leggermente superiori a quelli precedenti la crisi. Nel 2012, poi, gli utili per azione di entrambi gli indici dovrebbero raggiungere nettamente nuovi livelli di massimo.

Poiché in corrispondenza di quei livelli di utile i mercati azionari americano ed europeo raggiunsero i loro massimi storici è ipotizzabile, per questi due mercati, grazie al sostegno degli utili aziendali, il ritorno su quei massimi ed anche il loro superamento nei prossimi 12/24 mesi.

Rapporto Prezzo/Utile “normalizzato” dell’indice S&P500



Siamo all’inizio di una fase di espansione dell’economia globale, gli utili sono attesi in crescita e presto, stando alle previsioni degli analisti, raggiungeranno nuovi massimi, sostenendo un’ulteriore crescita delle quotazioni dei titoli azionari. Lo scenario appare certamente positivo, tanto che si registrano, da parte di alcuni osservatori, pressanti inviti all’investimento azionario. Tale suggerimento deriverebbe dal fatto che questo sarebbe, a loro dire, uno dei migliori momenti degli ultimi decenni

per acquistare azioni.

Per quanto questo possa essere considerato un buon momento per l’investimento azionario, non riteniamo che la situazione attuale abbia i crismi dell’eccezionalità che taluni le vogliono attribuire.

Basta osservare l’andamento del rapporto fra prezzo e utili dell’indice S&P 500, qui rappresentato nella versione proposta da Shiller, ossia ponendo al denominatore gli utili normalizzati rispetto al ciclo economico (da qui il termine di Cyclically Adjusted Price Earnings o CAPE).

Il CAPE, dopo avere toccato nel marzo del 2009 un minimo decisamente inferiore alla propria media storica (rappresentata dalla linea tratteggiata blu), è rimbalzato vigorosamente, grazie al rialzo dei prezzi azionari, per riportarsi al di sopra di tale media.

E’ intuitivo che le migliori opportunità di acquisto per gli investitori si realizzino quando il CAPE si trova al di sotto della propria media e che, quindi, tali opportunità si trovino alle nostre spalle.

L’inizio di una fase di espansione dell’economia, d’altro canto, rende più che accettabile un CAPE superiore alla media come quello che si osserva in questi giorni: la crescita degli utili dovrebbe, infatti, controbilanciare quella dei prezzi.

Rendimento atteso e premio per il rischio di lungo periodo nei principali mercati azionari

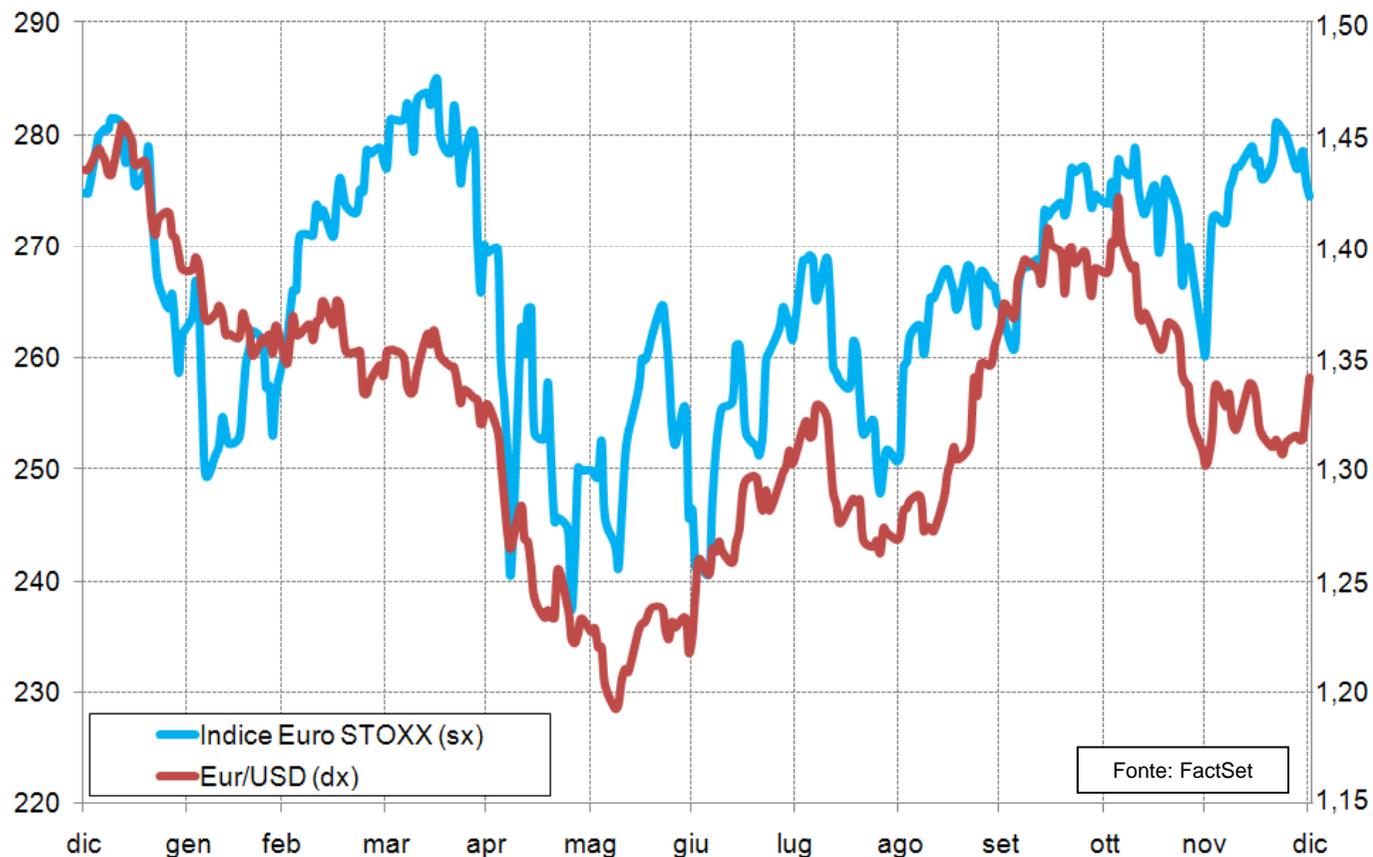
	(A)	(B)	(C)	(D)	(E)	(F)	(G)
	Crescita reale utili	Dividend Yield	Rendimento atteso reale (A) + (B)	Inflazione attesa	Rendimento atteso nominale (C) + (D)	Rendimento privo di rischio	Premio per il rischio (E) - (F)
Area Euro	2,1%	3,8%	5,9%	1,7%	7,6%	3,1%	4,5%
Gran Bretagna	2,5%	3,0%	5,5%	2,0%	7,5%	3,6%	3,9%
USA	2,6%	1,7%	4,3%	1,6%	5,9%	3,3%	2,6%
Giappone	1,2%	1,7%	2,9%	0,6%	3,5%	1,2%	2,3%

Fonte: elaborazioni Cellino e Associati SIM su dati FMI e FactSet

Come si può osservare nella tabella (le cui note metodologiche sono riportate in appendice), i rendimenti attesi e i premi per il rischio più interessanti si trovano in Europa (soprattutto nell'Area Euro). Al pari del mercato obbligazionario, anche quello azionario richiede dunque un premio per il rischio assai più elevato dai titoli dell'Area Euro rispetto agli USA e, anche in questo caso, il nostro parere è che si tratti di un eccesso di sfiducia nella possibilità che l'Area Euro possa vincere la crisi dei debitori sovrani periferici.

Investire in Europa dovrebbe quindi offrire migliori soddisfazioni nel lungo termine, ma esporrà indiscutibilmente il portafoglio ad un'elevata volatilità poiché, ancora per un po' di tempo, i timori circa la solvibilità dei cosiddetti PIIGS potrebbero periodicamente riaccendersi. Tutto ciò vale, a maggior ragione, per l'Italia che, assimilata pur con qualche distinguo ai paesi periferici europei a maggior rischio, ha patito (e patirà) assai più della media europea il periodico riaccendersi della crisi. Si noti che nel caso dell'Italia le "sofferenze" che derivano al mercato azionario a causa della crisi dei debitori sovrani sono duplici: la prima è legata all'essere essa stessa debitrice a rischio e si concretizza nell'incremento del rischio paese penalizzando tutti i titoli del listino azionario; la seconda e più rilevante è invece dovuta alla particolare composizione settoriale del nostro listino, in cui i titoli finanziari hanno un peso decisamente elevato che amplifica l'effetto negativo della crisi.

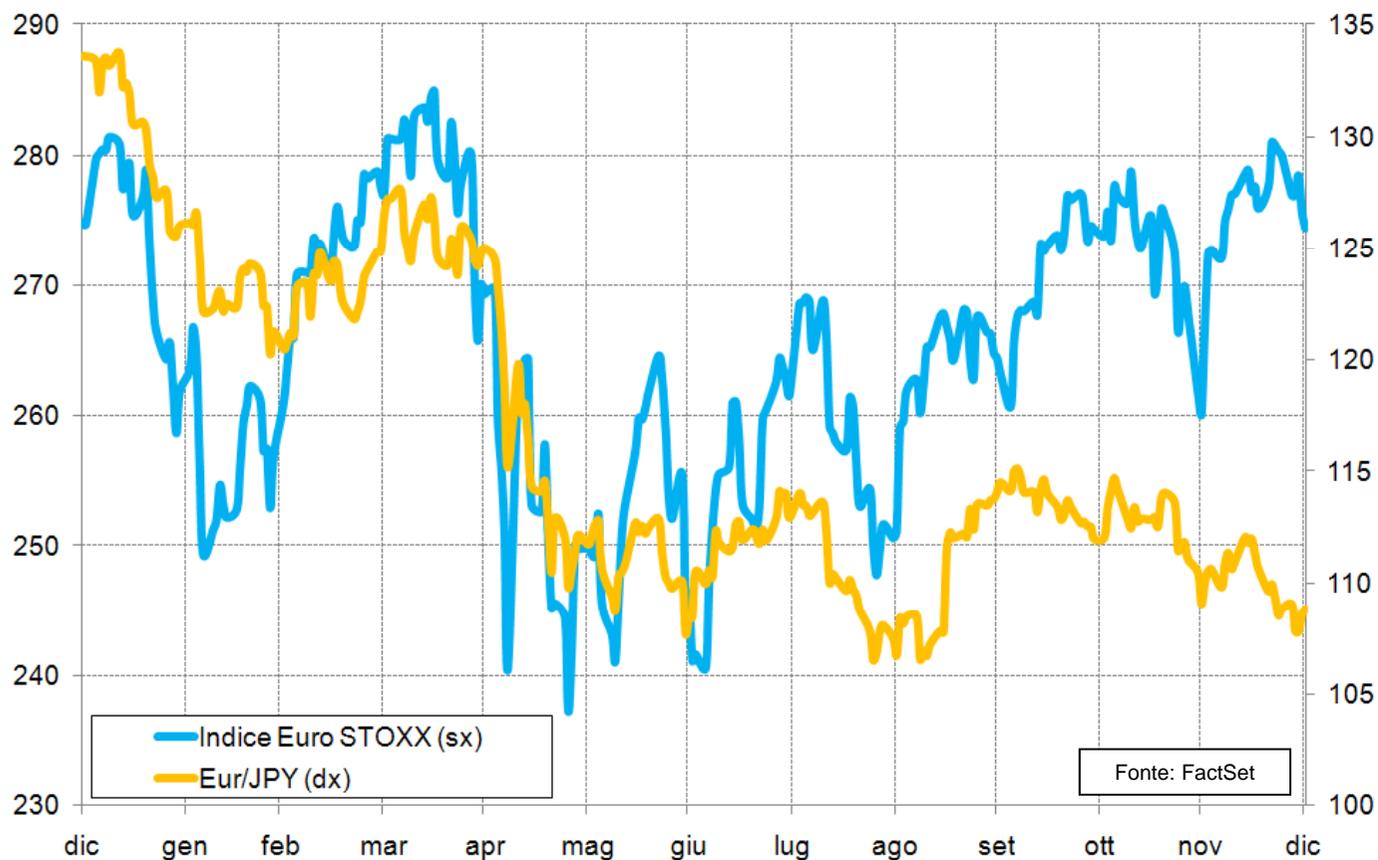
Relazione fra mercato azionario dell'Area Euro e dollaro USA
(anno 2010)



Ecco, dunque, la nostra ricetta per il 2011: puntare sui migliori rendimenti offerti dall'Europa (e anche, con moderazione, su quelli offerti dall'Italia), contrapponendo a questi investimenti, potenzialmente più volatili, una considerevole diversificazione geografica.

Se è infatti vero che l'America appare meno promettente e che il dollaro, via via che la crisi europea dovesse rientrare, è destinato probabilmente ad indebolirsi, è altrettanto vero che la valuta USA ha avuto (e ragionevolmente avrà anche in futuro) un andamento inversamente correlato a quello dei mercati azionari europei nel corso delle fasi più acute della crisi. Oltre all'effetto valutario, le azioni USA risultano certamente meno sensibili alla crisi europea, ed inoltre offrono prospettive di rendimento che, per quanto inferiori a quelle offerte dal Vecchio Continente, non sono comunque disprezzabili.

Relazione fra mercato azionario dell'Area Euro e Yen
(anno 2010)



Un discorso analogo vale per il mercato azionario giapponese e lo yen.

Conservare una presenza significativa sulle azioni USA e su quelle giapponesi, dunque, avrà l'effetto di smussare la volatilità del portafoglio nel caso del riacutizzarsi della crisi.

I sovrappesi sui mercati europei ritenuti più interessanti dovranno dunque essere modesti, per consentire di realizzare un'ampia diversificazione.

Portafoglio suggerito per i mercati azionari internazionali

Paese	Giudizio
Europa	Sovrapesare
USA	Sottopesare
Giappone	Sottopesare
Paesi Emergenti	Neutrale

Fonte: Cellino e Associati SIM

L'asset allocation internazionale è già stata in parte anticipata nelle pagine precedenti. Come detto, dunque, sarà da preferire l'Europa, e in modo particolare l'Area Euro, visto il potenziale di recupero nell'ipotesi, a nostro giudizio probabile, di un progressivo allentamento delle tensioni derivanti dalla crisi debitoria. Il sovrappeso dell'Europa troverà spazio grazie al sottopeso di USA e Giappone, ma, come anticipato, non è consigliabile eccedere né nell'uno né nell'altro, poiché la diversificazione rimane l'imperativo cui improntare l'anno che sta iniziando. Due paesi in particolare potrebbero essere privilegiati nell'Area Euro: la Germania e l'Italia. La Germania rappresenta l'elemento di maggiore solidità finanziaria dell'area, oltre ad essere un'economia caratterizzata da interessanti opzioni di sviluppo, grazie ad un sistema industriale che è stato capace di superare brillantemente la grande recessione. L'Italia non gode certamente della forza della Germania, né in ambito finanziario, né in ambito industriale, ma è indiscutibile che un listino come il nostro, ad alto contenuto di titoli bancari ed assicurativi, non potrà che beneficiare di un ritorno alla normalità del sistema finanziario europeo. La scelta di neutralità per i Paesi Emergenti risponde all'esigenza di non trascurare un'ulteriore significativa opportunità di diversificazione.

Portafoglio suggerito per i settori
azionari europei

Settore	Giudizio
Assicurazioni	Sovrapesare
Auto	Sovrapesare
Banche	Sovrapesare
Commercio	Sovrapesare
Turismo / tempo libero	Sovrapesare
Utilities	Sovrapesare
Alimentari	Neutrale
Beni di consumo	Neutrale
Costruzioni	Neutrale
Risorse base	Neutrale
Servizi finanziari	Neutrale
Tecnologici	Neutrale
Telecomunicazioni	Neutrale
Energia	Sottopesare
Media	Sottopesare
Salute	Sottopesare
Chimici	Sottopesare
Industriali	Sottopesare

Fonte: 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.

Portafoglio suggerito per il mercato azionario italiano

Azione	Settore	Peso
Assicurazioni Milano	Assicurazioni	2,0%
Assicurazioni Generali	Assicurazioni	10,0%
UBI Banca	Banche	5,0%
Unicredito	Banche	22,0%
Banco Popolare	Banche	2,0%
Banca MPS	Banche	2,0%
Italcementi	Costruzioni	1,0%
Buzzi	Costruzioni	1,0%
ENI	Energia	22,0%
Saras	Energia	2,0%
Autostrada TO-MI	Industriali	2,0%
Telecom Italia	Telecomunicazioni	12,0%
A2A	Utilities	2,0%
ENEL	Utilities	15,0%

Fonte: Cellino e Associati SIM

Rispetto a quello suggerito per il 2010, il nostro portafoglio azionario Italia suggerito per il 2011 si arricchisce di un solo nuovo titolo, **Assicurazioni Generali**, e ne perde due, **Campari** e **Recordati**, per cui ora i titoli bancari ed assicurativi risultano sovrappesati (l'anno scorso erano sottopesati). Tale scelta deriva dal fatto che consideriamo i titoli del settore finanziario italiano un ottimo strumento per puntare sulla tenuta del debito pubblico italiano, evento del quale siamo fortemente convinti. Ovviamente questa scelta eleva il grado di volatilità attesa del portafoglio, ma ne accresce, al contempo, il rendimento prospettico. Altri sovrappesi rilevanti riguardano il settore energia e telefonico, i cui titoli ci appaiono fortemente a sconto.

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):

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

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:

$$(3) \quad r_E = \frac{D_1}{P_0} + g$$

Dove:

$\frac{D_1}{P_0}$ è il dividend yield, ossia il rendimento, espresso in percentuale rispetto al prezzo corrente, offerto dal dividendo

g è il tasso di crescita dei dividendi: supponendo che ogni anno venga distribuita come dividendo una frazione costante degli utili, il tasso di crescita dei dividendi è uguale a quello degli utili (ipotesi di payout costante).

Appendice

Il rendimento atteso dall'investimento in azioni è dunque pari al dividend yield più il tasso di crescita degli utili. Poiché il dividend yield è un rendimento reale, ossia indipendente dall'inflazione, è corretto utilizzare nella formula un tasso di crescita degli utili che sia anch'esso reale. Il rendimento atteso così ottenuto è dunque una grandezza reale, per questo motivo, prima di confrontarlo con il rendimento nominale dei titoli di Stato a lunga scadenza, occorre aggiungere l'inflazione, in modo da ricondurre anche il rendimento atteso azionario ad una grandezza nominale.

Nella tabella presentata a pagina 10 le attese di crescita degli utili reali sono state calcolate ipotizzando una crescita degli utili pari a quella del PIL di ciascun paese/area geografica. Nella colonna intestata alla crescita degli utili reali, quindi, si trova il tasso di crescita medio annuo composto del PIL reale di ciascun paese/area geografica, riferito al decennio 1998/2008: tale tasso di crescita, assunto quale tasso "normale" per l'economia, viene attribuito anche agli utili futuri delle società appartenenti a tale economia. Il dividend yield è quello del 2010 calcolato su un indice azionario rappresentativo (Area Euro indice Euro STOXX, Gran Bretagna indice FTSE 100, USA indice S&P500, Giappone indice Nikkei 225). L'inflazione attesa è pari al tasso medio composto di inflazione per il periodo 2011/2015 secondo le previsioni del Fondo Monetario Internazionale. Il rendimento privo di rischio è il rendimento del titolo di Stato decennale di ciascun paese (per l'Area Euro si è preso il decennale tedesco).

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.