



## La “primavera” dei mercati

**Marzo 2012**

# Indice

---

## Il grande protagonista di una triste stagione: lo spread

*L'ascesa*

*Le cause*

*Il "bazooka" europeo*

*La discesa*

## Il debito pubblico italiano

*Analisi storica*

*Evoluzione prospettica*

## La crescita economica attesa

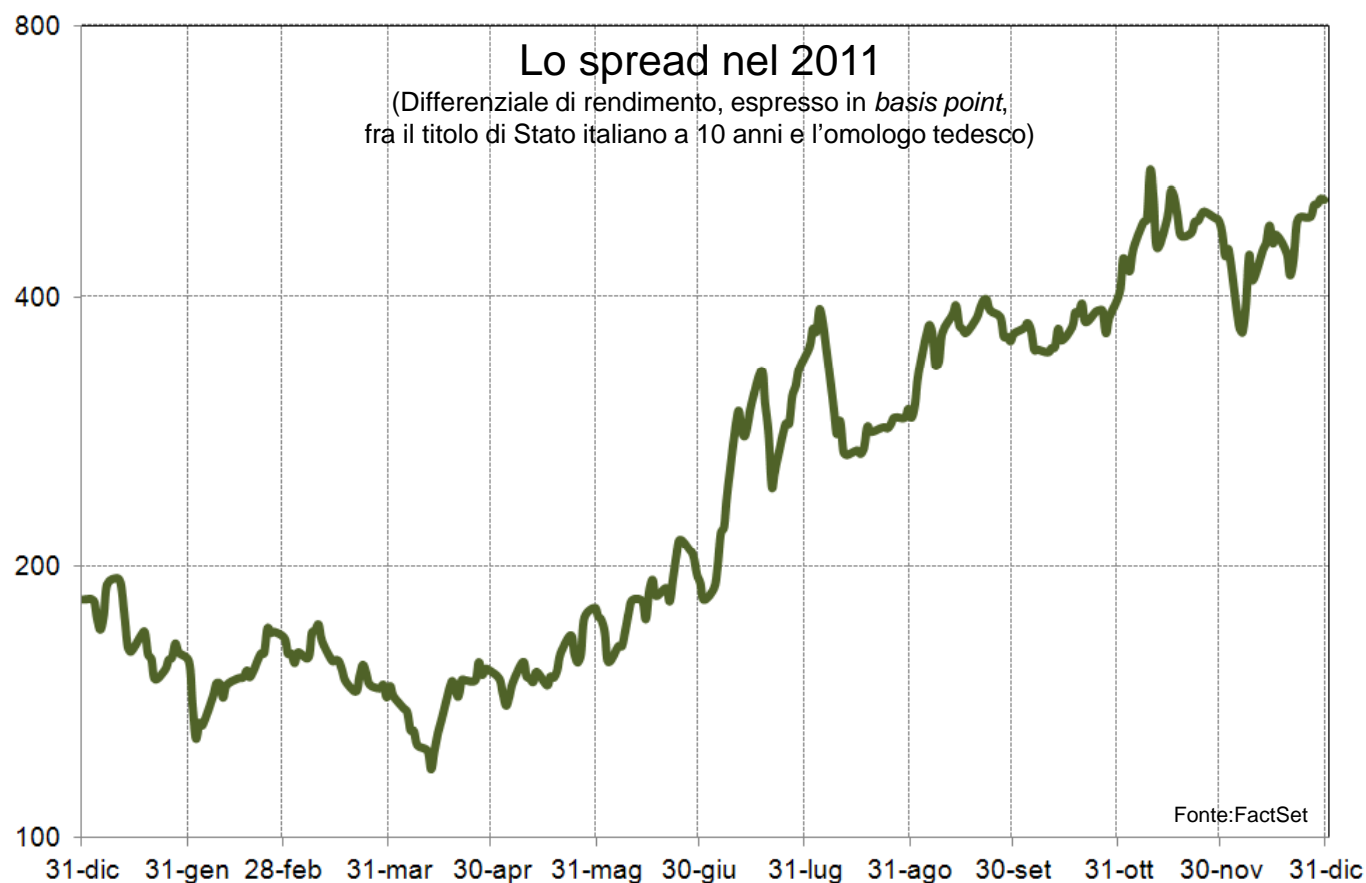
*Le previsioni del FMI*

*I leading indicators dell'OCSE*

## I mercati azionari

*Le performance recenti*

*Suggerimenti di investimento*



Nel gennaio 2011, raggiunta quota 200 punti, lo spread italiano dava già qualche preoccupazione. Grazie al progressivo allentamento della tensione osservato nei primi mesi dell'anno, però, ad aprile si era tornati su un più rassicurante, anche se all'epoca considerato ancora alto, livello di 120. Da allora è iniziata una corsa che a novembre 2011 ha portato lo spread oltre quota 550, per poi vederlo oscillare negli ultimi giorni dell'anno tra 400 e 500 punti.

Non è semplice spiegare un così rapido e persistente declino della fiducia nel nostro paese. E' fuori discussione che il vecchio Governo abbia preso coscienza tardivamente della gravità della situazione, ma, appare oggi piuttosto evidente che l'Italia non abbia mai corso un rischio concreto di tenuta dei conti pubblici, e lo dimostra la relativa semplicità con cui si sono raccolte le risorse necessarie a riconquistare la fiducia dei mercati.

Con questo non vogliamo significare che la manovra non sia un fardello pesantissimo sulle spalle dei cittadini, ma che l'Italia disponeva, sin da subito, di risorse più che sufficienti e facilmente aggredibili per sciogliere inequivocabilmente qualsiasi timore dei propri creditori.

Vi è anche dell'altro, quindi, nelle tensioni registrate sui mercati l'anno scorso. Via via che lo spread italiano cresceva, infatti, oltre ai tentennamenti del Governo italiano, si registrava in Europa il venir meno di molte certezze su cui, sino a quel momento, avevano fatto affidamento gli investitori.

**In primo luogo, il coinvolgimento dei creditori privati nella ristrutturazione del debito greco ha creato un pericoloso precedente per i possessori di titoli di Stato dell'Area euro.**

Tra maggio e giugno 2011 diviene sempre più realistica la possibilità di coinvolgere i privati nella ristrutturazione del debito greco (come noto questa eventualità si è concretizzata nello swap realizzato nel febbraio di quest'anno). Il panico si è quindi diffuso fra gli investitori che, ancora ad inizio anno, erano stati rassicurati dalle autorità europee circa l'impossibilità di coinvolgimento del settore privato almeno sino al 2013, quando avrebbe dovuto divenire permanente l'European Financial Stability Facility (EFSF).

**Inoltre, nel corso dell'estate, la BCE, pur acquistando considerevoli quantità di titoli del debito pubblico dei paesi in crisi, non ha perso occasione per ribadire che i suoi interventi sarebbero stati limitati e temporanei.**

Anche in questo caso gli investitori sono stati colti impreparati, poiché era convinzione diffusa che la BCE avrebbe, alla fine, fatto ciò che la FED aveva già realizzato negli USA, ossia acquistato titoli di Stato in quantità rilevanti e, soprattutto, senza porre limiti alla propria azione. Questa politica di comunicazione, presumibilmente imposta alla BCE dalla Germania, ha reso vani gli interventi effettuati sul mercato secondario dalla Banca Centrale a sostegno dei titoli italiani e spagnoli, interventi peraltro piuttosto consistenti che, in assenza di dichiarazioni così perentorie, avrebbero potuto avere effetti meno effimeri.

**L'ostracismo tedesco, infine, ha impedito la realizzazione di strumenti di condivisione del debito pubblico quali i cosiddetti Euro Bond.**

Sebbene si debba riconoscere al Cancelliere tedesco Angela Merkel un'assoluta coerenza nel negare sin da subito qualsiasi ipotesi di condivisione del debito, il mercato, sbagliando, aveva considerato i ripetuti rifiuti tedeschi più come tatticismi volti ad ottenere crescenti concessioni dai paesi europei indebitati che un vero rifiuto. La storia, come noto, ha sgretolato anche questa convinzione.

Se dunque non è solo nell'inerzia del vecchio Governo che debbono essere rintracciate le cause dell'esplosione dello spread, non è neppure nella vigorosa azione di quello nuovo che si trovano tutte quelle del suo progressivo ridimensionamento. Infatti è anche grazie alle Long Term Refinancing Operations (LTRO) indette dalla BCE che i mercati hanno iniziato a vedere la luce in fondo al tunnel. Le LTRO sono aste triennali (una si è tenuta a dicembre 2011, un'altra a febbraio 2012), attraverso le quali le banche della Zona Euro sono state inondate di liquidità a basso costo.

Gli obiettivi delle LTRO sono:

**1. riavviare l'attività di concessione di prestiti a famiglie ed imprese,**

ma anche:

**2. mettere in condizione il sistema bancario di contribuire al successo dei collocamenti italiani e spagnoli**

e

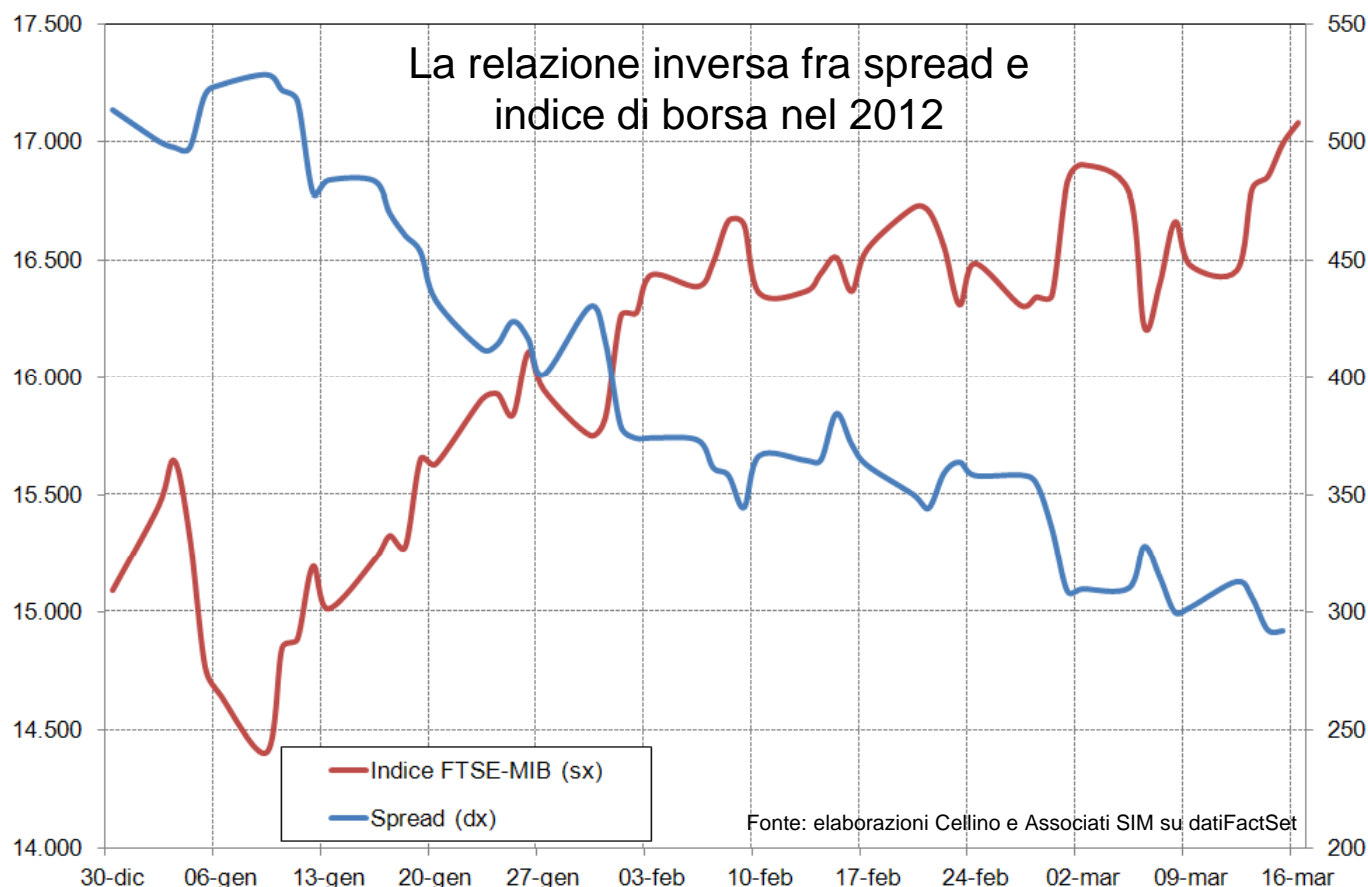
**3. consentire alle banche di non dover ricorrere al mercato per rifinanziare il proprio debito in scadenza nel 2012.**

E' questo il “bazooka” con cui l'Europa si è opposta alla crisi: una costruzione un po' bizantina che delega al sistema bancario il ruolo che in altri sistemi monetari è stato giocato dalla banca centrale, ma che, come detto, sembra essersi rivelato efficace, soprattutto nel raggiungere il secondo e il terzo obiettivo (per rivedere una crescita dell'attività di concessione di prestiti bisognerà aspettare ancora un po').

Così lo spread, nei primi mesi del 2012, ha iniziato a diminuire rapidamente, dando ossigeno anche ai mercati azionari ...

## Il grande protagonista di una triste stagione: lo spread

### La discesa

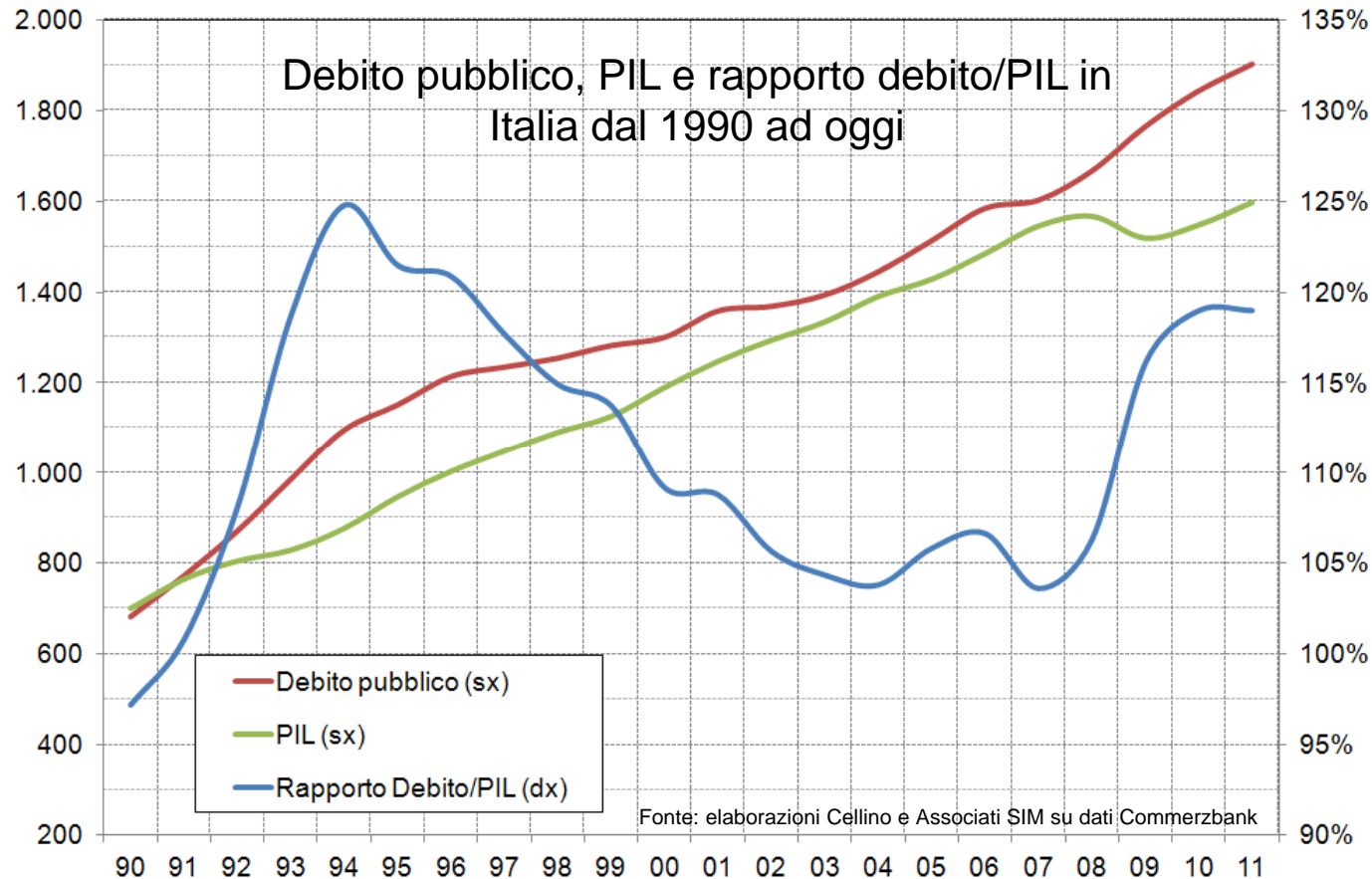


Dal 2009 in poi, l'influsso dello spread sul mercato azionario si è rivelato sempre statisticamente significativo, sino a giungere ai primi mesi del 2012 (rappresentati nel grafico) in cui la relazione inversa appare quasi perfetta.

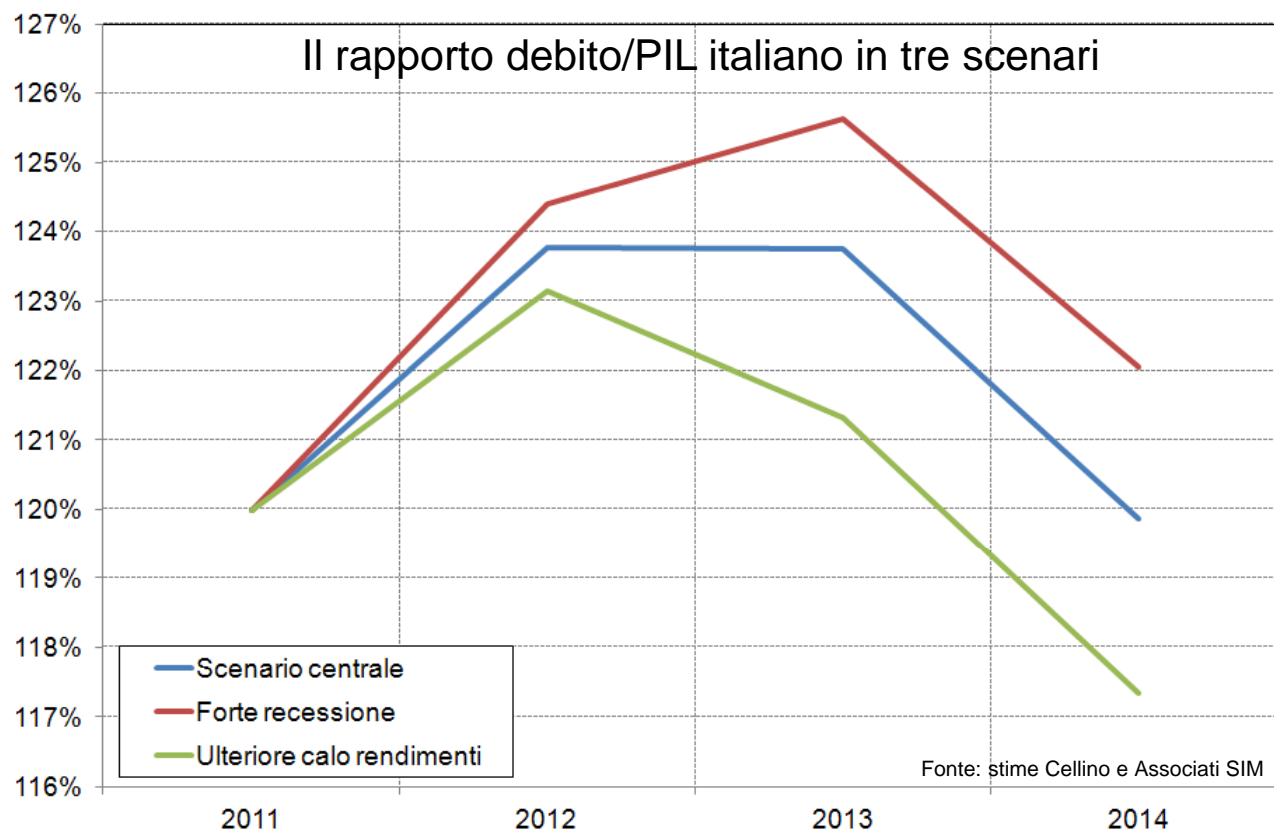
Come detto, l'energia con cui il governo italiano ha dimostrato di affrontare la crisi, unita al supporto offerto dalla BCE attraverso le LTRO, ha impresso una potente svolta alla tendenza dello spread, comprimendolo dagli oltre 500 punti di inizio anno sin sotto quota 300.

L'indice della borsa italiana ha reagito con un rialzo di oltre il 10%.

Abbiamo osservato in un recente articolo come il "rischio Italia" sia un fattore relativamente nuovo sulla scena dei mercati azionari. Se misurato attraverso lo spread pagato dai titoli di Stato italiani rispetto agli omologhi tedeschi, infatti, il rischio paese non ha mai influenzato, sino al 2008, l'andamento del mercato azionario italiano.



Dopo una fase esplosiva nei primi anni '90, costellati da due gravi crisi nel 1992 e nel 1994, il rapporto debito/PIL italiano inizia una significativa fase di ridimensionamento. Ne sono artefici una dinamica di crescita del debito più contenuta ed un adeguato tasso di crescita del PIL. L'attuale crisi è frutto soprattutto del brusco arresto del PIL nel 2008/2010, mentre il debito continuava a crescere ad un ritmo sostanzialmente simile a quello degli anni precedenti; infatti, il brusco arresto della crescita economica osservato nel triennio 2008/2010 ha determinato l'impennata del rapporto debito/PIL che si può osservare in figura.



La previsione dell'evoluzione delle voci del bilancio pubblico somiglia più ad un'arte che ad una scienza esatta: lo prova il fatto che nel corso di questi mesi si sono viste proiezioni che dimostravano inequivocabilmente la sostenibilità del debito pubblico italiano (anche a fronte di consistenti peggioramenti del contesto economico) ed altre che, invece, condannavano il debito del nostro paese ad un'inevitabile esplosione. Vogliamo offrire anche noi un contributo a questa letteratura, mediante una simulazione che prende spunto dalle proiezioni del Governo circa l'azzeramento del deficit nel 2013, implementate in tre differenti scenari.

Lo scenario centrale, quello che reputiamo più probabile, è uno scenario fondato sulle recentissime previsioni di crescita del Fondo Monetario Internazionale (FMI) che, proprio in quanto recenti, incorporano in pieno l'effetto recessivo della manovra. I tassi pagati sulle nuove emissioni di debito sono quelli attuali, ossia, tenuto conto dei notevoli cali dei rendimenti, implicano un costo medio del debito che è ritornato ai livelli pre-crisi.

Lo scenario "Ulteriore calo rendimenti" abbina alla crescita economica dello scenario centrale un ulteriore calo dei rendimenti che implicherebbe una progressiva riduzione del costo medio del debito.

Lo scenario "Forte recessione" differisce invece da quello centrale per quanto attiene la recessione, ipotizzata ancora più aspra di quella, già pesante, prevista dal Fondo Monetario Internazionale.

La conclusione che ci sembra si possa trarre è che la traiettoria futura del rapporto debito/PIL italiano non desta preoccupazioni particolari.

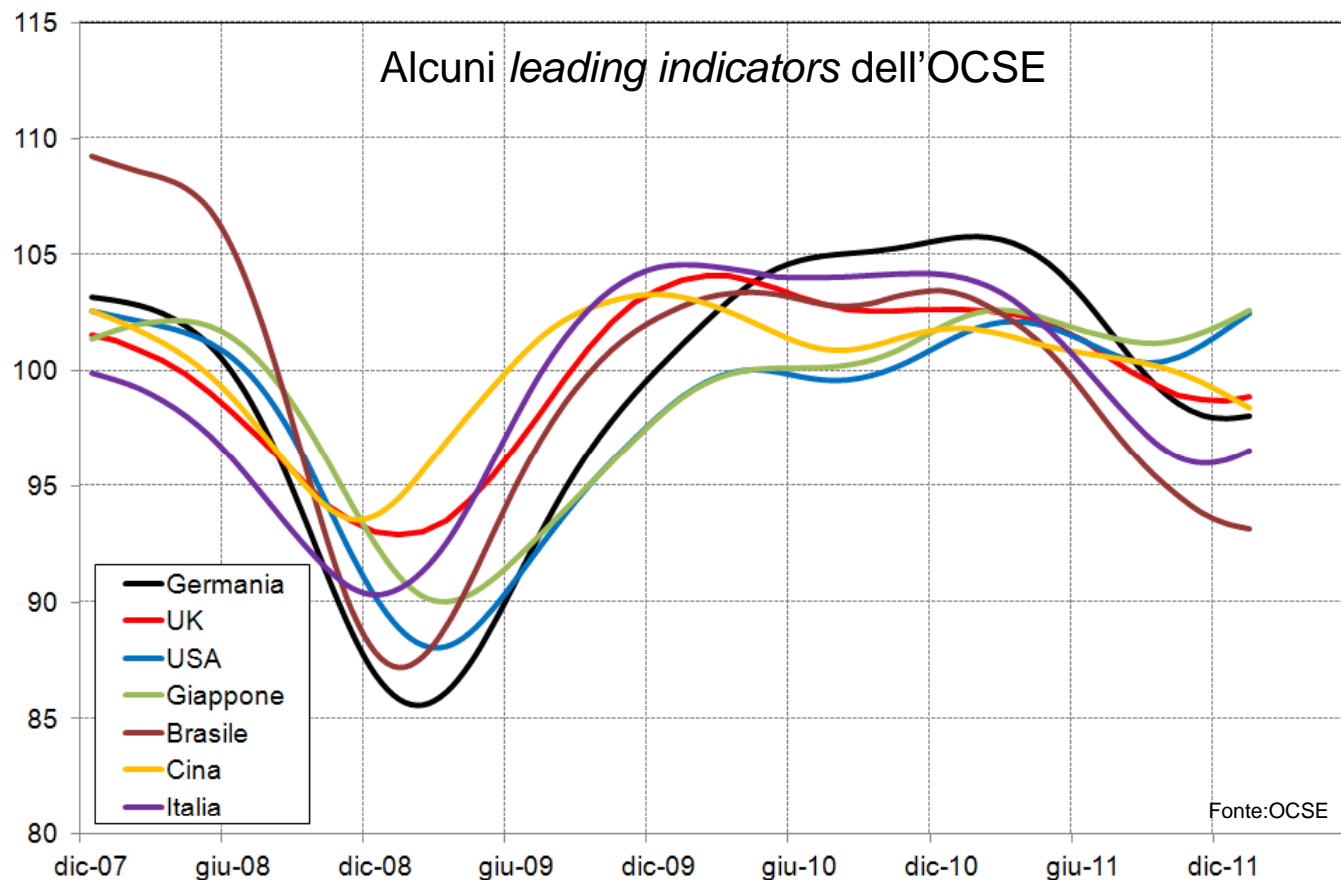


### Il tasso di crescita del PIL storico e prospettico

	Area Euro	USA	Gran Bretagna	Giappone	Cina	Brasile	Mondo
Media 2001-2010	1,1%	1,5%	1,6%	0,7%	10,5%	3,6%	3,3%
2011 (stime)	1,6%	1,7%	0,9%	-0,3%	9,3%	3,4%	3,8%
2012 (previsioni)	-0,5%	1,8%	0,6%	1,7%	8,2%	3,0%	3,3%

Fonte: elaborazioni Cellino e Associati SIM su dati FMI

Nel 2012 la crescita mondiale è destinata, stando alle previsioni del FMI, a mantenersi intorno ai livelli del precedente decennio. Da notare, però, che il “mix” di crescita che dovrebbe produrre questo risultato è piuttosto differente da quello che ha caratterizzato il primo decennio di questo secolo. Infatti, fra il 2001 e il 2010 si è osservata una crescita relativamente modesta dei paesi sviluppati ed un poderoso progredire degli emergenti. Quest’anno, invece, a parità di crescita globale, si dovrebbe osservare un buon dato USA (comunque inferiore al potenziale) e un ottimo spunto del Giappone (che recupera il gap di crescita subito dopo il terremoto). L’Area Euro non sfuggirà purtroppo ad una lieve recessione, indotta dalle politiche di rigore, il cui influsso lambirà anche la Gran Bretagna che comunque dovrebbe mantenere il segno positivo. Decisamente inferiori alla media, anche se sempre eccezionalmente elevate, le crescite che realizzeranno le economie del Brasile e della Cina.



I *leading indicators*, calcolati dall'Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico (OCSE), confermano le tendenze già osservate nelle previsioni del FMI.

I *leading indicators* sono indici capaci di anticipare di 6/8 mesi l'andamento dell'economia: come si può osservare nella figura, gli indicatori dell'OCSE hanno debitamente anticipato la grande recessione del 2008/2009 e la ripresa che ne è seguita. Per quanto attiene le indicazioni più recenti, come si può osservare, gli indicatori evidenziano valori elevati e crescenti per le economie americana e giapponese, segno che la crescita è destinata ad accelerare; più bassi, ma in miglioramento, per la Germania, l'Italia e il Regno Unito, anticipando un imminente raggiungimento e superamento della fase più acuta della crisi in Europa. Gli indicatori anticipatori di Cina e Brasile, invece, evidenziano un deterioramento delle condizioni economiche che non ha ancora raggiunto una fase di stabilizzazione.

### Performance dei mercati azionari (Indici MSCI Total Return in valuta locale)

Nel 2011 ...

Europa	-8,8%
USA	2,0%
Giappone	-18,6%
Paesi Emergenti	-12,5%

... e nei primi mesi del 2012

Europa	11,3%
USA	11,8%
Giappone	16,7%
Paesi Emergenti	12,3%

Fonte: elaborazioni Cellino e Associati SIM su dati FactSet

Il 2011 non è stato un anno positivo: infatti, ad eccezione degli USA, si sono osservate variazioni negative in tutte le principali piazze azionarie. L'Europa ha pagato gli effetti della pesante crisi del debito pubblico cui abbiamo dedicato la prima parte di questa analisi, il Giappone è stato frenato dal drammatico terremoto di marzo, mentre i Paesi Emergenti hanno subito gli effetti del rallentamento delle loro economie che, come detto, è tuttora in atto.

Come si può osservare, nel 2012 (la tabella è aggiornata al 16 marzo) i mercati hanno realizzato recuperi significativi.

### Asset allocation azionaria internazionale

Paese	Giudizio
Europa	POSITIVO
USA	NEGATIVO
Giappone	POSITIVO
Paesi Emergenti	NEUTRALE

Fonte: Ufficio Studi Cellino e Associati SIM

Il giudizio positivo sull'Europa discende dall'elevata sottovalutazione raggiunta da molti mercati del Vecchio Continente e dai segnali di stabilizzazione che l'economia europea sta iniziando a dare. Rimaniamo orientati all'approccio "polarizzato" che già abbiamo suggerito l'anno scorso, consigliando, fra i mercati "deboli", l'Italia, il cui listino quota multipli estremamente contenuti e fra i mercati "forti", per quanto non lontana dai massimi, la Germania che beneficia di una notevole visibilità.

Il giudizio negativo sugli USA deriva dai multipli elevati raggiunti dal mercato.

L'indicazione positiva sul Giappone deriva dalle buone prospettive di crescita del paese, mentre la neutralità sui Paesi Emergenti è frutto del rallentamento atteso di quelle economie.

## Asset allocation settoriale Area Euro

Settore	Giudizio
Assicurazioni	POSITIVO
Banche	POSITIVO
Costruzioni	POSITIVO
Materie prime	POSITIVO
Petrolio e gas	POSITIVO
Telecom	POSITIVO
Utilities	POSITIVO
Auto	NEUTRALE
Chimici	NEUTRALE
Real estate	NEUTRALE
Retail	NEUTRALE
Viaggi e tempo libero	NEUTRALE
Alimentari	NEGATIVO
Consumi	NEGATIVO
Finanziari	NEGATIVO
Health care	NEGATIVO
Industriali	NEGATIVO
Media	NEGATIVO
Tecnologia	NEGATIVO

Le indicazioni sui settori europei derivano, come di consueto, da un'analisi di tipo bottom up. Quest'anno, oltre al Residual Income Model ci si è avvalsi anche di un'analisi basata sui multipli di lungo periodo.

Fonte: Ufficio Studi Cellino e Associati SIM

## Asset allocation azionaria Italia

Azione	Settore	Peso
Assicurazioni Generali	Assicurazioni	14,0%
FIAT	Auto	2,0%
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	20,0%
Saras	Energia	2,0%
Autostrada TO-MI	Industriali	2,0%
Telecom Italia	Telecomunicazioni	12,0%
ENEL	Utilities	15,0%

Fonte: Ufficio Studi Cellino e Associati SIM

Anche i titoli che compongono il portafoglio consigliato per il mercato azionario italiano sono selezionati sulla base di una logica bottom up. Il portafoglio subisce pochissime variazioni rispetto al 2011. Come l'anno scorso, sovrappesiamo senza eccedere i titoli bancari, puntando soprattutto sul beta che potrà offrire un titolo come Unicredit, piuttosto che su un sovrappeso consistente dell'intero settore. Suggeriamo, sempre come l'anno scorso, tre titoli estremamente sottovalutati, quali ENI, ENEL e Telecom, sui quali i sovrappesi sono molto forti. Introduciamo il titolo FIAT, un titolo ciclico che ha raggiunto multipli estremamente sacrificati, incrementiamo Generali, eliminiamo Assicurazioni Milano e A2A.

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.