



Prospettive economiche e strategie di investimento per il 2013

Gennaio 2013

Indice

L'amara "medicina tedesca"

La diagnosi e la terapia tedesche

La svalutazione interna

I progressi dei PIIGS

I lenti progressi della politica europea

Cosa è accaduto nel 2012

Tutto merito di Draghi?

Spread e mispricing

Lo spread e il listino italiano

Lo spread e il dollaro USA

La bolla del Bund e la put di Draghi

La crescita economica attesa

Le previsioni del FMI e i leading indicators dell'OCSE

I mercati azionari

Le performance recenti

Suggerimenti di investimento

La crisi europea è soprattutto una crisi del debito pubblico: partita da due focolai iniziali, Irlanda e Grecia, si è poi diffusa al Portogallo, alla Spagna ed all'Italia, offrendo così alla perfida fantasia di qualche osservatore l'opportunità di coniare l'ormai celebre acronimo PIIGS.

Il fatto che questi paesi aderissero all'euro ha fatto sì che la soluzione ai loro problemi dovesse essere ricercata di concerto con gli altri membri dell'Unione Monetaria, non potendo più essere praticata alcuna politica monetaria autonoma ed essendo le politiche fiscali oggetto di stringenti vincoli comunitari. Ne è nato così un aspro dibattito su come la crisi dovesse essere affrontata, che ha visto contrapporsi ai PIIGS un blocco di paesi cosiddetti "virtuosi", guidati dalla cancelliera tedesca Angela Merkel.

Va detto subito che i PIIGS non hanno mai saputo esprimere una linea politica comune, ma si sono limitati a manifestare, in ordine sparso e in termini generici, la preferenza per un approccio volto ad una maggiore condivisione dei problemi, sia nella politica monetaria, attribuendo alla BCE un ruolo più interventista, sia in quella fiscale, attraverso i famosi eurobond. All'origine di queste richieste vi era l'idea che la crisi finanziaria fosse una calamità di cui nessun paese poteva dirsi responsabile e che quindi andava affrontata in modo solidale.

La mancanza di un fronte comune fra i PIIGS ha determinato nelle scelte dell'Unione Europea la prevalenza dei paesi "virtuosi", sostenitori dell'interpretazione data dalla Germania sulle cause della crisi e sulla strada da percorrere per uscirne.

La diagnosi tedesca era molto semplice: i PIIGS avevano vissuto per molti anni al di sopra dei loro mezzi, grazie ai bassi tassi di interesse garantiti dall'euro. Un'altra "colpa" dei PIIGS era quella di non aver realizzato significative riforme strutturali, soprattutto nell'ambito del mercato del lavoro e delle liberalizzazioni. Tali riforme, aumentando la produttività, avrebbero controbilanciato l'impossibilità di procedere alle svalutazioni competitive che l'avvento della moneta unica aveva reso impossibili. Prima dell'euro, infatti, i PIIGS assorbivano gli aumenti salariali attraverso la svalutazione della propria moneta, riuscendo così a mantenersi competitivi sui mercati internazionali. Nell'impossibilità di deprezzare la propria moneta, e a causa delle mancate riforme strutturali, i PIIGS si sono ritrovati con significativi sbilanci commerciali che hanno contribuito ad un ulteriore incremento del loro debito.

Va detto che la diagnosi tedesca non è del tutto condivisibile, al punto che si potrebbe parlare, usando le parole di Krugman, di una **"ellenizzazione" della crisi**, ossia di un'assimilazione di tutti i PIIGS alla Grecia, l'unico paese cui questa spiegazione calza per intero.

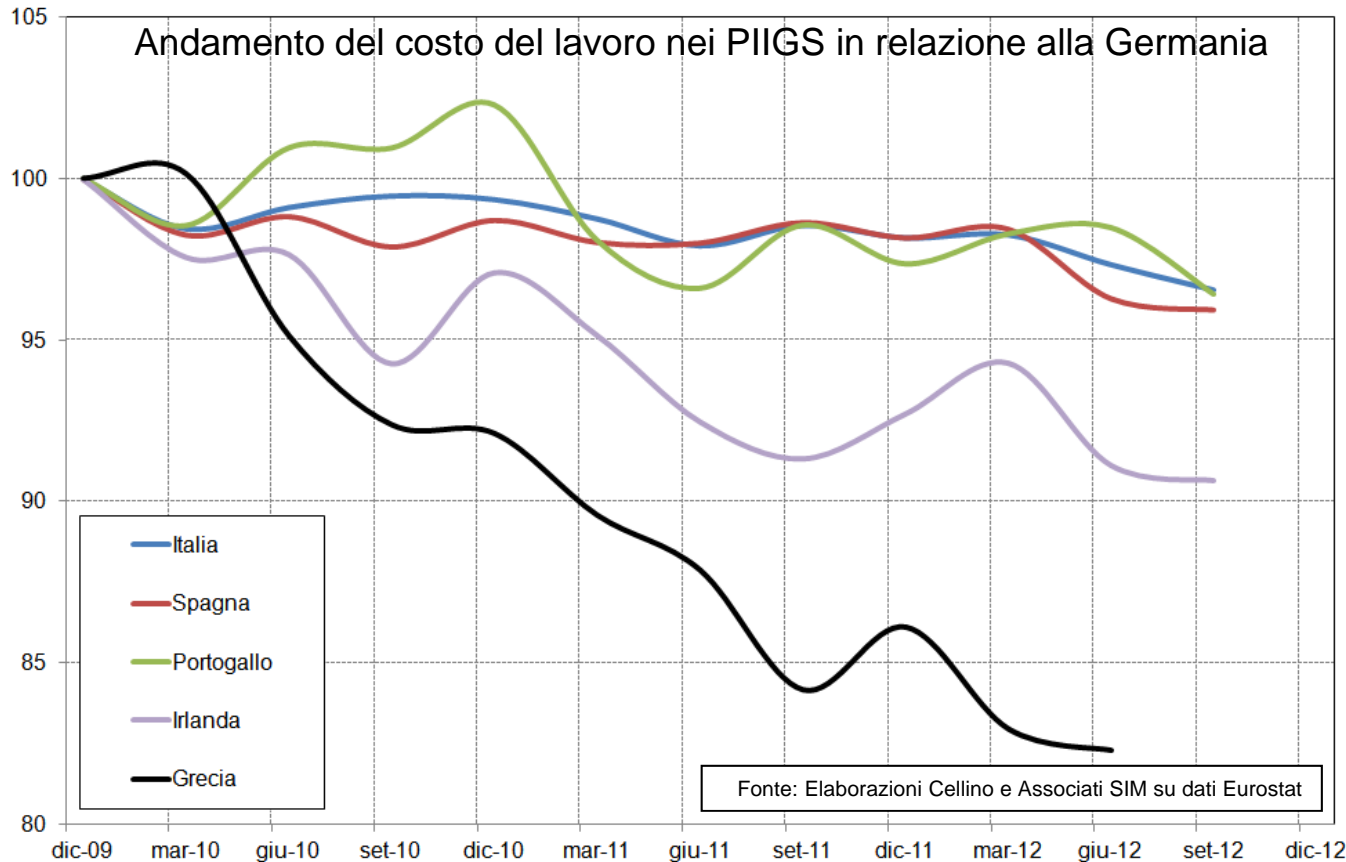
Se infatti ci sono stati, in tutti i paesi coinvolti nella crisi, colpevoli ritardi nell'attuazione delle riforme strutturali che avrebbero impedito la perdita di competitività registrata dalle rispettive economie, l'idea che l'eccessivo indebitamento sia frutto dell'"aver vissuto al di sopra dei propri mezzi", grazie ai bassi tassi di interesse garantiti dall'euro, è quantomeno opinabile.

A parte la Grecia, giunta addirittura a falsificare i propri bilanci, il cospicuo debito degli altri PIIGS ha origini almeno in parte differenti da quelle teorizzate dai sostenitori del rigore. Rammentiamo infatti che l'Italia convive con un elevato debito pubblico da almeno 20 anni, dunque questo non è un problema da ricollegare alla sua entrata nell'euro. L'Irlanda, invece, ha visto recentemente lievitare il debito pubblico non per comportamenti poco morigerati, ma perché è stata costretta a salvare il proprio sistema bancario, fallito per effetto della crisi americana dei mutui sub-prime. La crisi irlandese è uno dei tanti capitoli della crisi finanziaria americana e ha ben poco a che fare con l'Europa e l'euro. Infine, la Spagna, che ancora nel 2010 si fregiava di un rating AAA, è precipitata nel baratro della crisi per colpa di una bolla immobiliare causata, più che dai propri sconsiderati comportamenti, dalla politica monetaria espansiva che, ad inizio anni 2000, la Germania richiedeva alla BCE per uscire dalle secche di una grave recessione.

In ogni caso, fatta la diagnosi, la terapia era piuttosto semplice: **agire immediatamente sul contenimento del debito, attraverso la riduzione della spesa pubblica e l'aumento delle tasse** e, in un ottica di medio termine, rendere più competitive le economie in crisi, attraverso politiche di riforma del mercato del lavoro. Senza inutili giri di parole, riformare in senso più elastico il mercato del lavoro in un contesto fortemente recessivo è una politica che ha come principale obiettivo la riduzione dei salari, in termini assoluti e in rapporto a quelli dei paesi più competitivi.

Tutto ciò doveva essere realizzato senza aiuti esterni, perché, come detto, alla crisi si sono volute attribuire, a torto o ragione, delle connotazioni morali e "chi ha sbagliato deve pagare in prima persona".

Molto si è detto e scritto circa gli sforzi per contenere la spesa ed incrementare le entrate: per questo motivo, nel seguito approfondiremo gli effetti delle politiche volte a recuperare efficienza, ossia le cosiddette politiche di **svalutazione interna** che, in assenza delle monete nazionali, sono state intraprese in luogo delle assai più indolori svalutazioni competitive.



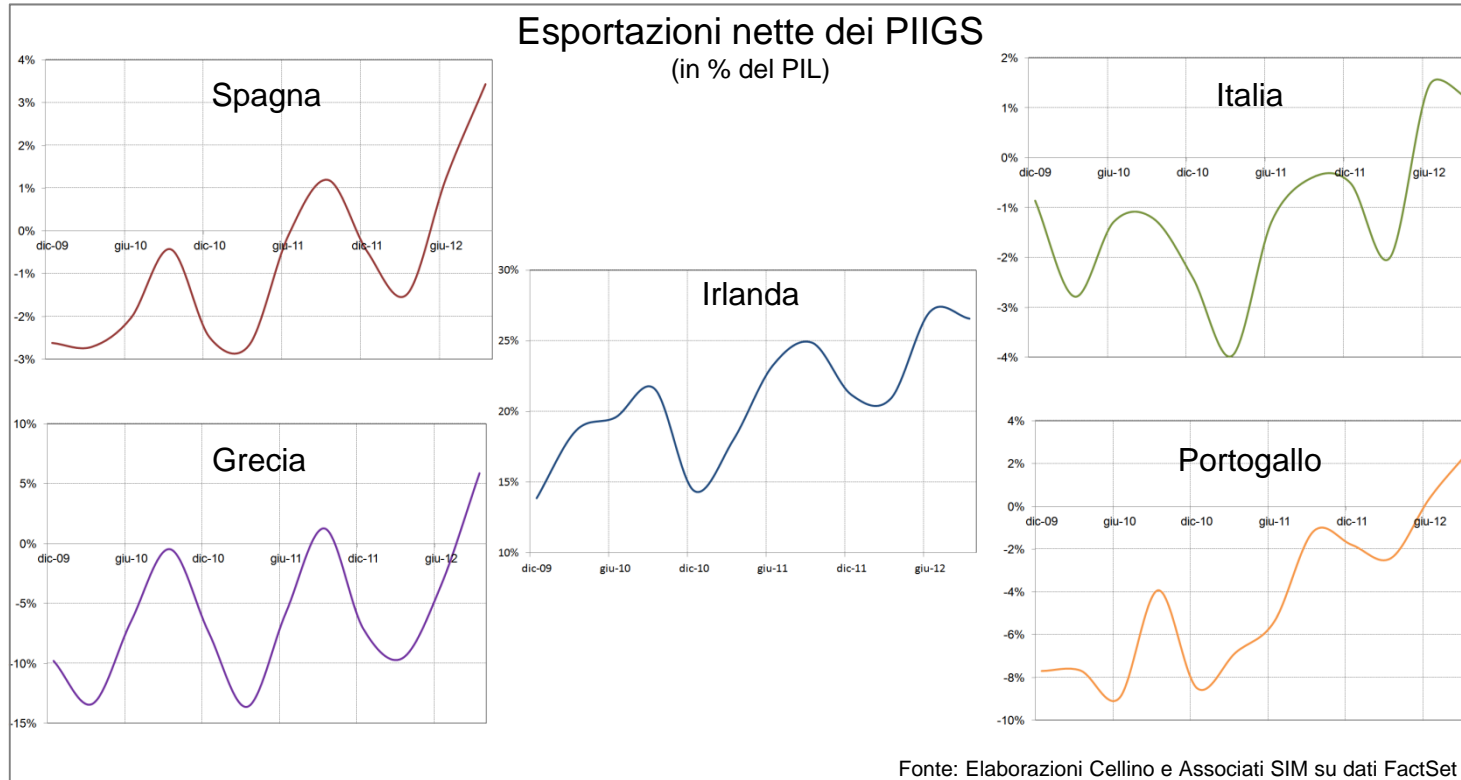
marginalmente realizzato politiche di questo tipo.

Il grafico rappresenta, a far corso dal dicembre 2009, l'andamento dell'indice del costo del lavoro dei cinque PIIGS rapportato all'indice del costo del lavoro tedesco. L'andamento declinante di tutte le curve evidenzia come, sia pure in misura differente, la svalutazione del costo del lavoro interno rispetto a quello dell'economia europea più efficiente sia stata ottenuta in tutti i paesi osservati.

La discesa delle curve è concettualmente assimilabile ad un'ipotetica svalutazione competitiva delle vecchie monete nazionali rispetto al Marco tedesco.

Così, per esempio, si può affermare che l'economia greca, negli ultimi due anni, ha beneficiato di un aumento di competitività rispetto a quella tedesca assimilabile a quello che in passato avrebbe ottenuto svalutando la Dracma di circa il 18% contro il Marco.

L'amara medicina della svalutazione interna si sarebbe potuta addolcire se la Germania avesse accettato, come contropartita di quanto richiesto ai PIIGS, di attuare una politica espansiva e di aumento dei salari. Così facendo si sarebbe reso più rapido e meno doloroso il processo di recupero di competitività per i paesi in crisi. La Germania, però, ha solo



Sul fronte della riduzione del peso del debito pubblico, che costituisce in ultima analisi l'obiettivo principale delle manovre di risanamento imposte dall'Europa ai PIIGS, moltissimo è stato fatto sul piano squisitamente fiscale.

Le riduzioni di spesa e gli incrementi di tassazione realizzati dai PIIGS sono tali che il semplice ritorno su un normale sentiero di crescita delle rispettive economie sarebbe sufficiente ad imprimere alla dinamica debito/PIL un andamento declinante.

Manca quindi, alla soluzione definitiva della crisi, un solo, fondamentale, ingrediente: **la crescita economica.**

Come vedremo, la speranza è che questa possa arrivare dall'esterno e coinvolgere il più rapidamente possibile un'Europa ancora rallentata dalle politiche di risanamento.

I grafici rappresentano le esportazioni al netto delle importazioni dei cinque PIIGS, osservate nello stesso lasso di tempo (dicembre 2009 – settembre 2012) nel corso del quale le politiche di svalutazione interna hanno iniziato a dare i propri frutti. I dati sono espressi in percentuale del PIL e, ad eccezione dell'Irlanda, partono tutti da valori negativi, ossia da situazioni di sbilancio. Tutte le curve crescono e passano in positivo, descrivendo un miglioramento del saldo commerciale. La svalutazione interna sta quindi dando risultati sul piano del recupero di efficienza.

Fine 2011 - inizio 2012: LTRO

Le aste LTRO (Long Term Refinancing Operations), attraverso le quali fu concesso alle banche europee di finanziarsi presso la BCE all'1% per tre anni, non si rivelarono sufficienti a risolvere la crisi dei paesi periferici: anzi, si potrebbe addirittura affermare che muovessero nella direzione di aggravarla, poiché, spingendo le banche ad utilizzare la liquidità ottenuta per acquistare titoli di Stato, alimentavano il circolo vizioso fra sistema bancario e debito sovrano. Ciò che gli investitori avrebbero dovuto apprezzare di quelle aste era il cambio di passo attuato dalla BCE che, avviando una massiccia operazione di politica monetaria non convenzionale, aveva per la prima volta manifestato, sia pure in forma non ancora esplicita, **la propria volontà di intervenire risolutamente a sostegno dell'euro.**

Marzo 2012: Fiscal Compact

E' il Patto di Bilancio Europeo, attraverso il quale 25 dei 27 stati membri dell'Unione si sono impegnati a rigorosi e, a detta di molti, eccessivi piani di rientro del proprio debito, pena, in caso di insuccesso, significative cessioni di sovranità in campo fiscale. L'accordo dovrà a nostro giudizio subire delle modifiche che lo rendano maggiormente elastico rispetto al rigore iniziale, ma **costituisce indubbiamente un considerevole passo in avanti nella ristrutturazione dell'architettura istituzionale europea.**

Luglio 2012: la put di Draghi

Il Governatore della BCE dichiara la propria disponibilità ad acquistare **illimitatamente** titoli di Stato di quei paesi che, sottoponendosi ad un memorandum d'intesa, chiederanno aiuto al Fondo Salva Stati.

Dicembre 2012: accordo sull'Unione Bancaria

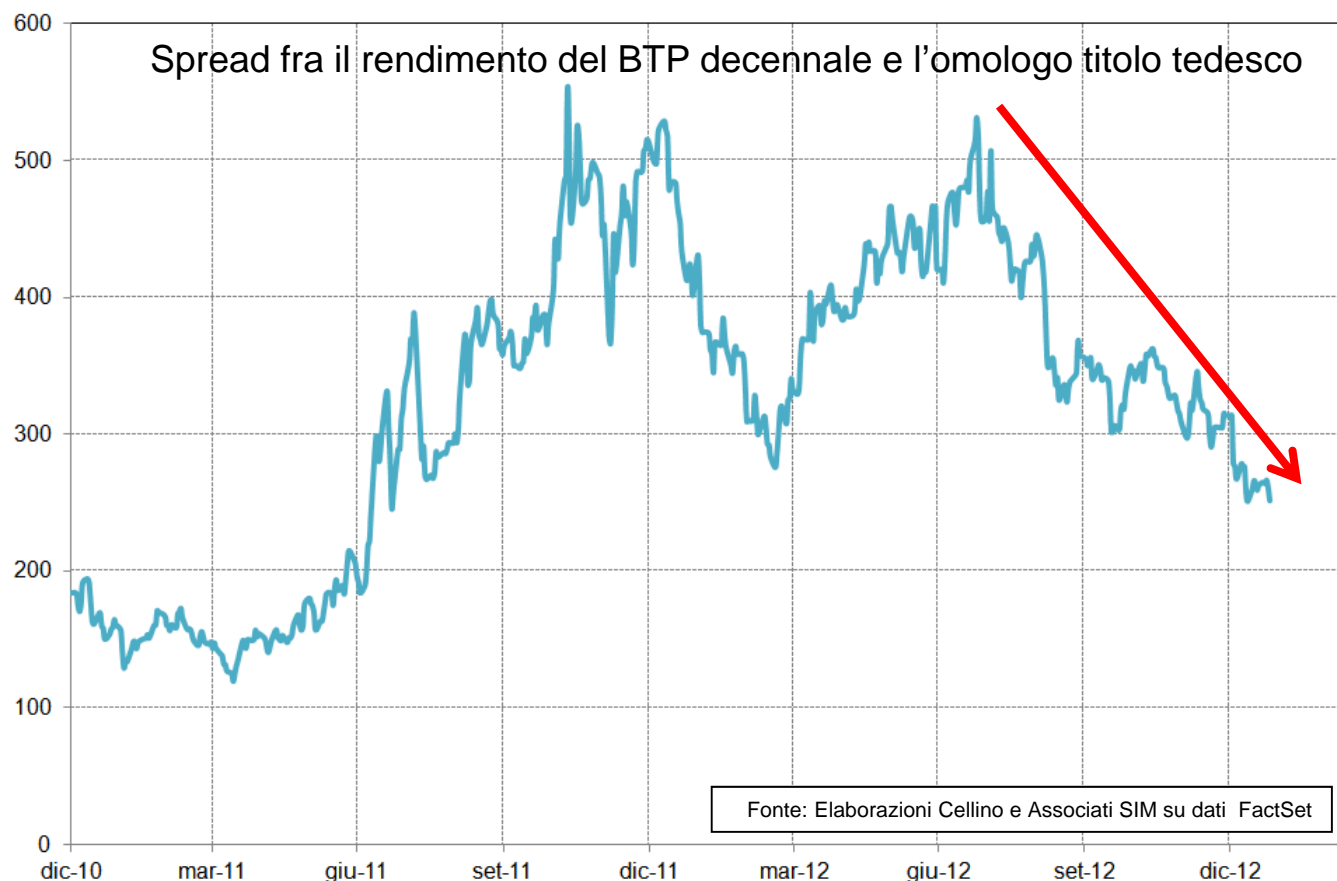
A partire dal 2014 questa Unione garantirà un sistema di vigilanza comune per le più importanti banche europee, cui si affiancheranno meccanismi di ricapitalizzazione che, se necessario, scatteranno senza gravare sulle finanze dei singoli stati, **spezzando una volta per tutte il circolo vizioso fra banche e debito pubblico.**

Non solo i PIIGS hanno compiuto importanti progressi, anche la politica europea si è mossa con efficacia nel corso 2012.

Si può affermare che i due processi abbiano mantenuto lo stesso passo: via via che i paesi periferici implementavano le politiche imposte dalla Germania, quest'ultima diveniva più accomodante nel concedere aperture sul piano comunitario.

Emblematica la vicenda degli acquisti illimitati di titoli da parte della BCE, di cui Draghi ha iniziato a parlare solo dopo che tutti i PIIGS avevano introdotto nell'ordinamento nazionale le norme attuative del Fiscal Compact.

Anche il 2013 potrebbe diventare un anno importante: passate le elezioni politiche italiane (febbraio) e quelle tedesche (che si terranno in autunno), potrebbero giungere dalla Germania nuove e significative aperture. Se la signora Merkel otterrà la vittoria che attualmente i sondaggi le attribuiscono, infatti, forte del fresco mandato concesso dal popolo tedesco e degli indiscutibili successi ottenuti nell'imporre la propria volontà ai paesi periferici, la Cancelliera si troverebbe nella condizione ideale per compiere nuovi, importanti, passi in avanti.



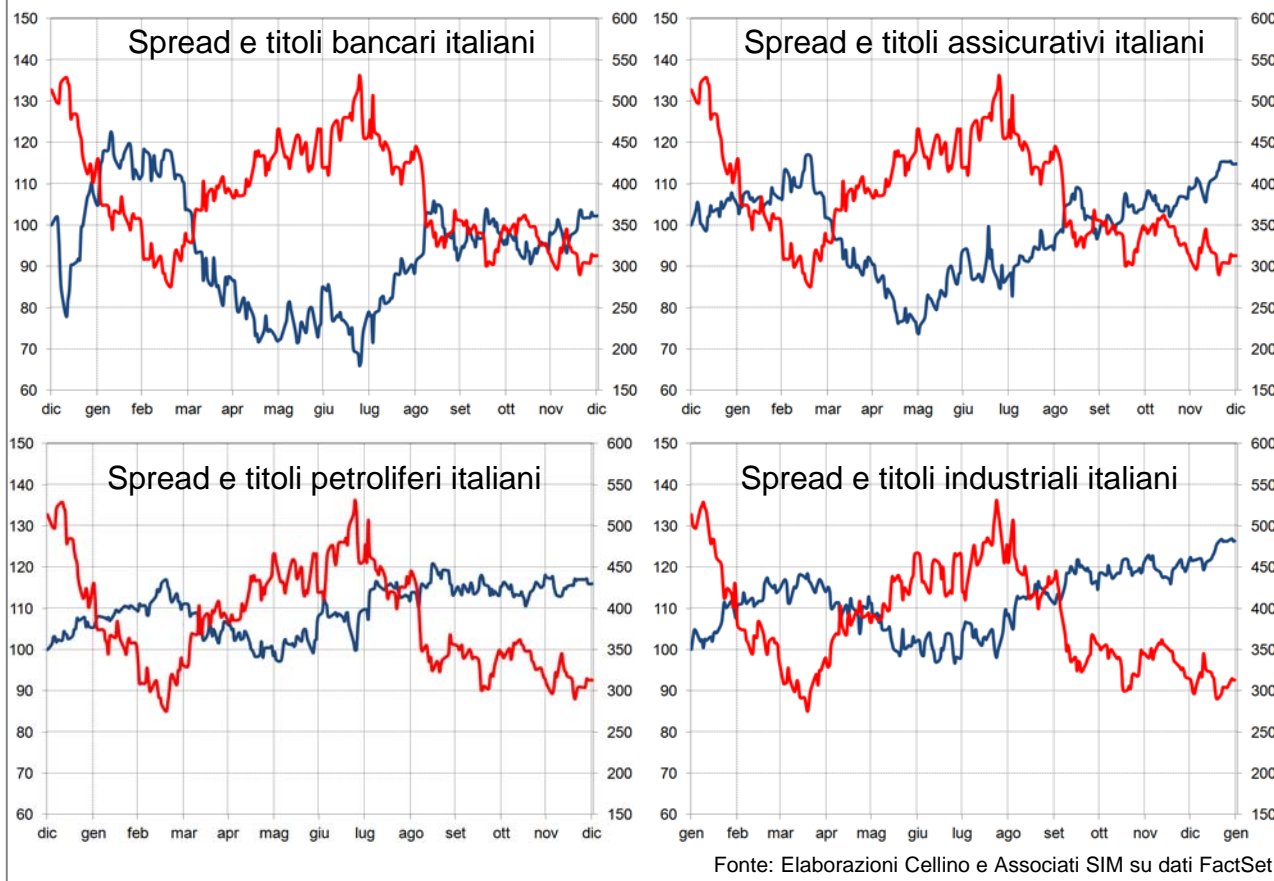
Il grafico evidenzia come la svolta (auspicabilmente) definitiva dello spread italiano sia avvenuta in coincidenza al discorso di Draghi del 26 luglio, nel quale, come già detto, il presidente della BCE anticipò la propria intenzione di procedere, a certe condizioni, ad acquisti illimitati di titoli di Stato.

Questa straordinaria simultaneità non è certamente casuale ed ha indotto molti osservatori, ultimo in ordine cronologico Wolfgang Munchau sul Financial Times, ad attribuire unicamente a Draghi il merito di aver risolto la crisi.

Sulla base di quanto detto sinora, questa valutazione ci sembra estremamente riduttiva del ruolo giocato sia dai governi nazionali dei PIIGS, che hanno attuato coraggiosissime politiche di austerità, sia dalle istituzioni politiche europee, che hanno realizzato consistenti passi in avanti nell'integrazione.

Senza questi progressi, infatti, mai la Germania avrebbe consentito a Draghi di spingersi così in avanti.

Relazione fra spread italiano e alcuni indici settoriali della borsa italiana (anno 2012)



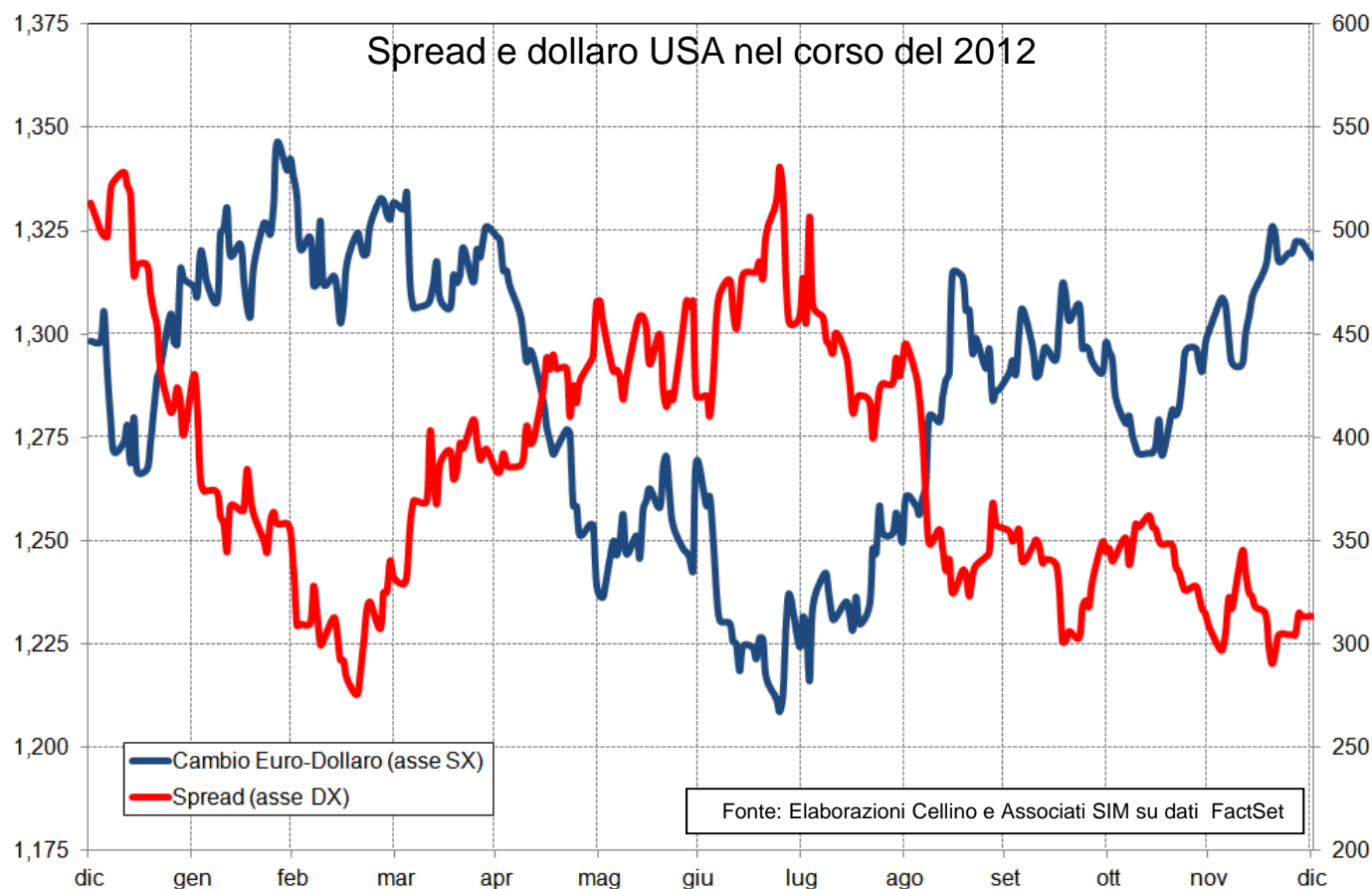
I movimenti dello spread fra il BTP decennale e l'omologo Bund (rappresentato in tutti i grafici con una curva rossa misurata sull'asse di destra) hanno influenzato non solo i titoli finanziari italiani, ma anche settori e mercati apparentemente lontani.

Il primo grafico mostra l'indice settoriale dei titoli bancari italiani, la cui perfetta relazione inversa con l'andamento dello spread è facilmente spiegabile con l'elevata esposizione delle banche italiane al debito pubblico nazionale.

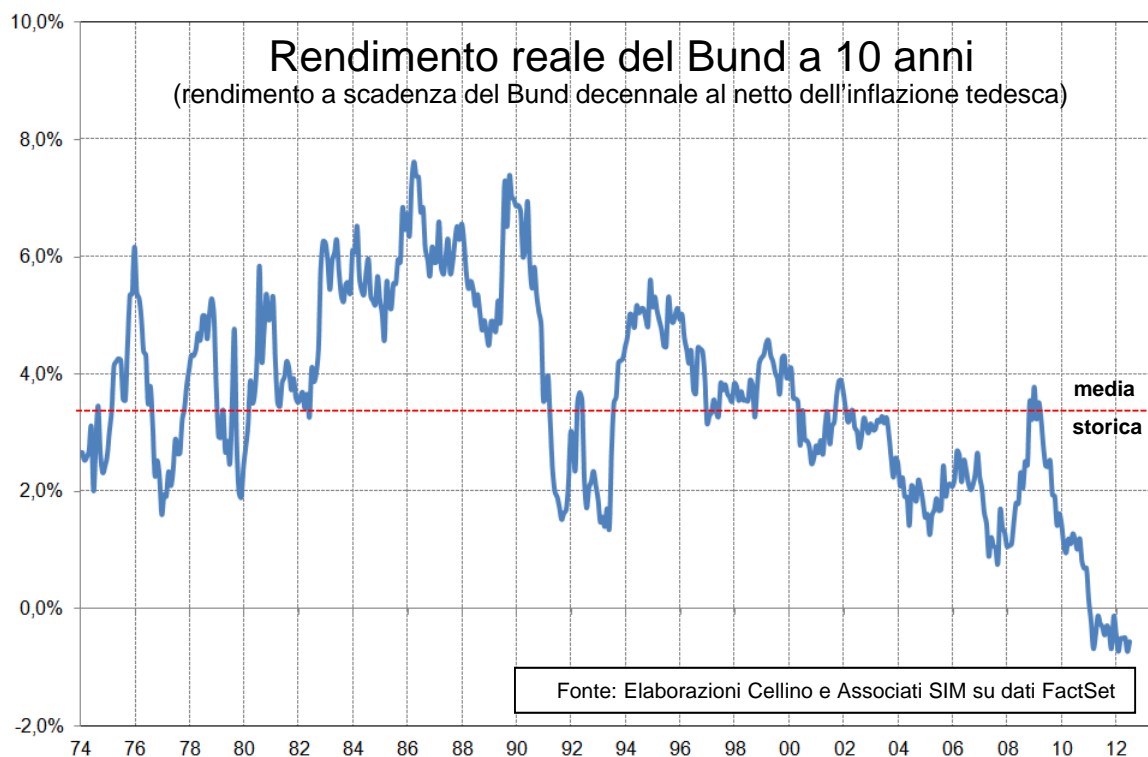
Anche l'indice settoriale assicurativo è comprensibilmente legato allo spread, considerati i consistenti investimenti obbligazionari delle compagnie assicurative.

E' meno intuitivo, invece, che relazioni molto strette si possano osservare anche per settori quali il petrolifero e l'industriale (rappresentati negli altri due grafici) e per ogni altro comparto azionario presente a Piazza Affari.

La crisi del debito pubblico italiano ha dunque diffuso sull'intera economia del nostro paese un'alea di rischio e di diffidenza che i prezzi delle azioni quotate hanno puntualmente incorporato.



Come detto, l'effetto dello spread italiano si è manifestato ben al di fuori dei confini nazionali. Il grafico mostra come nei momenti di maggior tensione, caratterizzati da elevati livelli di spread, il dollaro USA, il più classico dei rifugi, si sia apprezzato, segno che gli investitori, in preda al panico, spostavano i propri capitali sulla valuta americana. **Se l'attuale fase di distensione si dovesse rivelare, come pensiamo, definitiva, il deflusso di capitali dall'euro si potrebbe arrestare e la moneta unica potrebbe conoscere una fase di rafforzamento contro le principali valute mondiali.**



I grafici che abbiamo presentato in precedenza mostrano un'evoluzione dei mercati apparentemente molto ordinata: quando il premio per il rischio (ossia lo spread) saliva, i mercati azionari (in particolare quelli dei PIIGS) scendevano e il dollaro si apprezzava, mentre il contrario accadeva in presenza di una riduzione dello spread. Si potrebbe quindi immaginare che, via via che la marea dell'avversione al rischio si ritirerà dai mercati, le valutazioni si riequilibreranno simultaneamente.

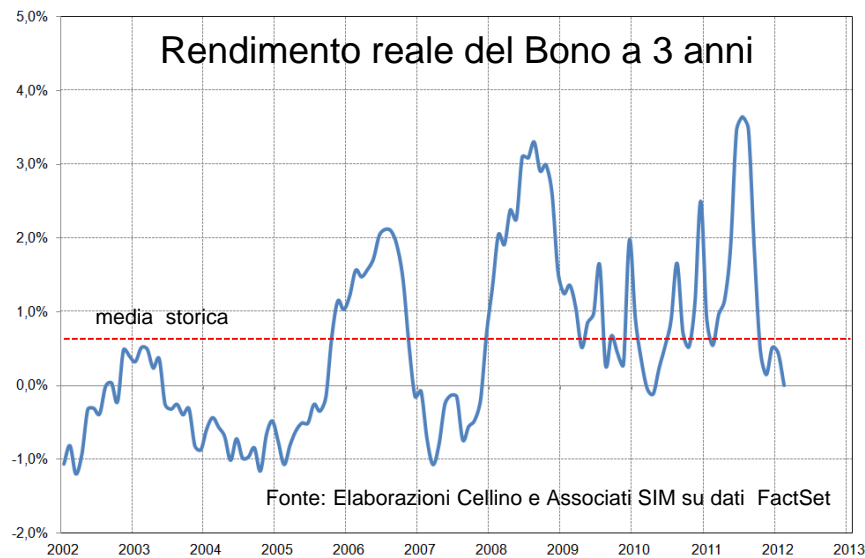
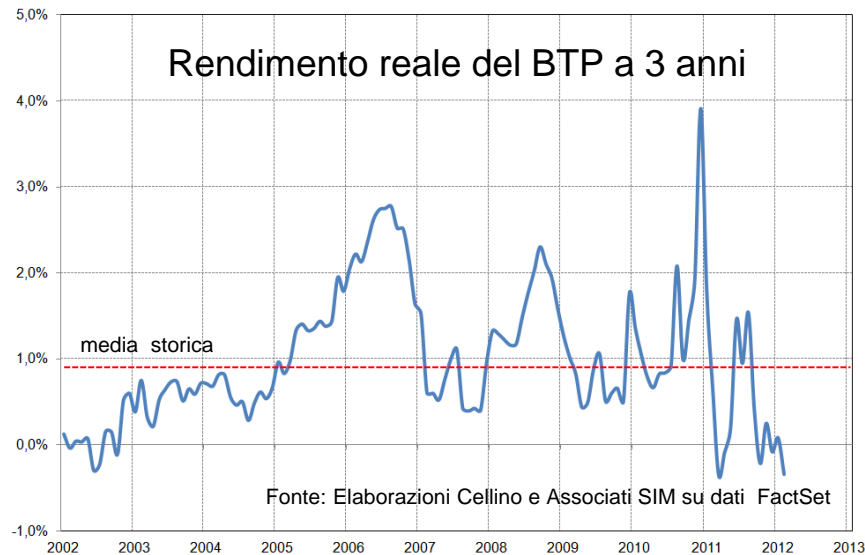
La realtà che stiamo osservando è assai diversa: nonostante lo spread si sia molto ridimensionato, l'allocazione delle risorse sui mercati finanziari risente ancora, pesantemente, delle paure del passato.

La marea, ritirandosi, lungi dal lasciare alle proprie spalle un mondo ordinato, sta svelando i disastri provocati dal terrore che per mesi ha regnato tra gli operatori.

In una parola: si osservano rilevanti situazioni di **mispricing**, ossia i prezzi di molti asset risentono ancora di timori che non hanno più ragione di essere.

Quello rappresentato nel grafico è, a nostro giudizio, il caso più eclatante: ancora oggi, chi acquista bund decennali lo fa in cambio di un rendimento reale che non è solo largamente inferiore alla media storica, ma addirittura negativo. Si tratta di un comportamento che risulterebbe razionale solo alla vigilia di un disastro che, fortunatamente, noi crediamo essere stato evitato.

La **mean reversion**, ossia quella tendenza, caratteristica di molte grandezze finanziarie, ad oscillare attorno alla propria media di lungo termine, ci suggerisce che i rendimenti dei titoli tedeschi, in assenza di elementi esogeni di disturbo, dovranno in futuro salire molto e che il loro acquisto oggi, quindi, non sia consigliabile.



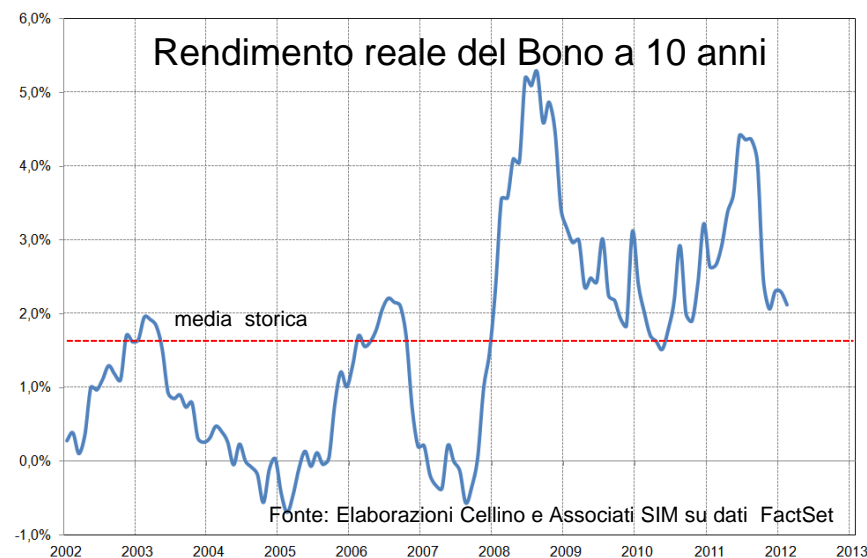
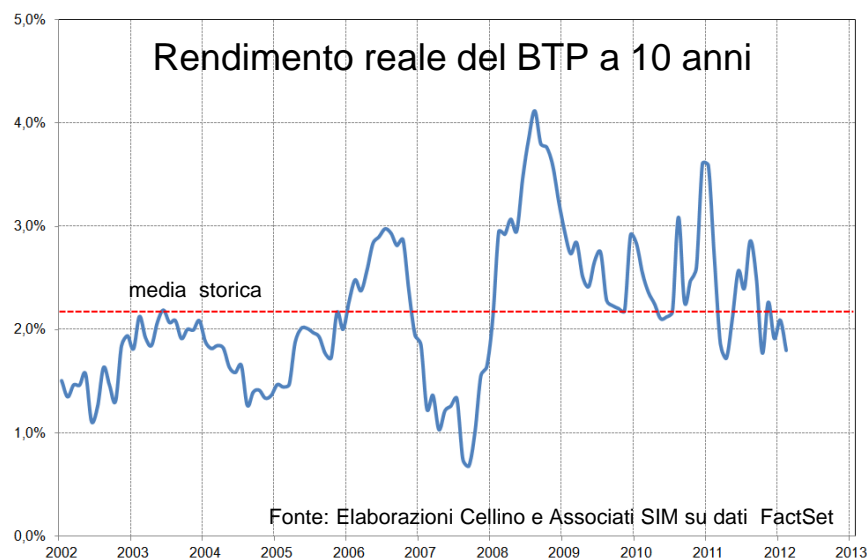
Anomalie molto marcate sono state introdotte sui mercati, oltre che dall'esplosione dell'avversione al rischio, anche dalle recenti evoluzioni della politica monetaria.

Come si ricorderà, a fine luglio Draghi ha dichiarato che la BCE era disposta ad intervenire con acquisti illimitati di titoli di Stato a sostegno dei paesi in crisi.

Il "proposito" per il momento è rimasto sulla carta, ma si sa che la politica monetaria, spesso, si gioca più sugli annunci che sugli atti concreti.

L'oggetto dei possibili acquisti della BCE sarebbero titoli di Stato sino a tre anni di vita residua. I grafici in pagina dimostrano l'effetto esplosivo delle dichiarazioni del Governatore: i titoli a tre anni di Italia e Spagna esprimono oramai dei rendimenti "tedeschi".

La put che Draghi ha regalato ai portatori di obbligazioni a medio-breve termine ne ha determinato un accrescimento dei prezzi che le rendono oggi molto poco appetibili.



Allontanandosi dall'ombrello che Draghi ha aperto a protezione delle scadenze entro i tre anni, cominciano a comparire opportunità di investimento più interessanti.

E' infatti vero che il rendimento del BTP decennale è già ora inferiore alla media storica, ma è anche vero che è ben lontano dai minimi. Esistono dunque ancora modesti margini di crescita per i prezzi del nostro decennale, ma, soprattutto, non si dovrebbero osservare significative correzioni, se non in occasione di episodici innalzamenti dell'avversione al rischio (ad esempio in concomitanza delle elezioni) che però dovrebbero rivelarsi occasioni di acquisto, stante la piena sostenibilità delle attuali quotazioni.

Per quanto attiene il titolo decennale spagnolo esiste invece un margine più consistente, poiché il rendimento è ancora superiore alla media storica.

Le manovre delle banche centrali stanno spingendo gli operatori ad assumere sempre maggior rischio (**moral hazard**): annullata l'appetibilità dei titoli a breve, li spingono ad acquistare titoli a sempre più lunga scadenza.



E' probabilmente sui mercati azionari che la mean reversion dovrà lavorare più duramente.

Le quotazioni delle azioni europee hanno subito un drastico ridimensionamento per effetto dell'accresciuta avversione al rischio ed esistono consistenti margini di recupero.

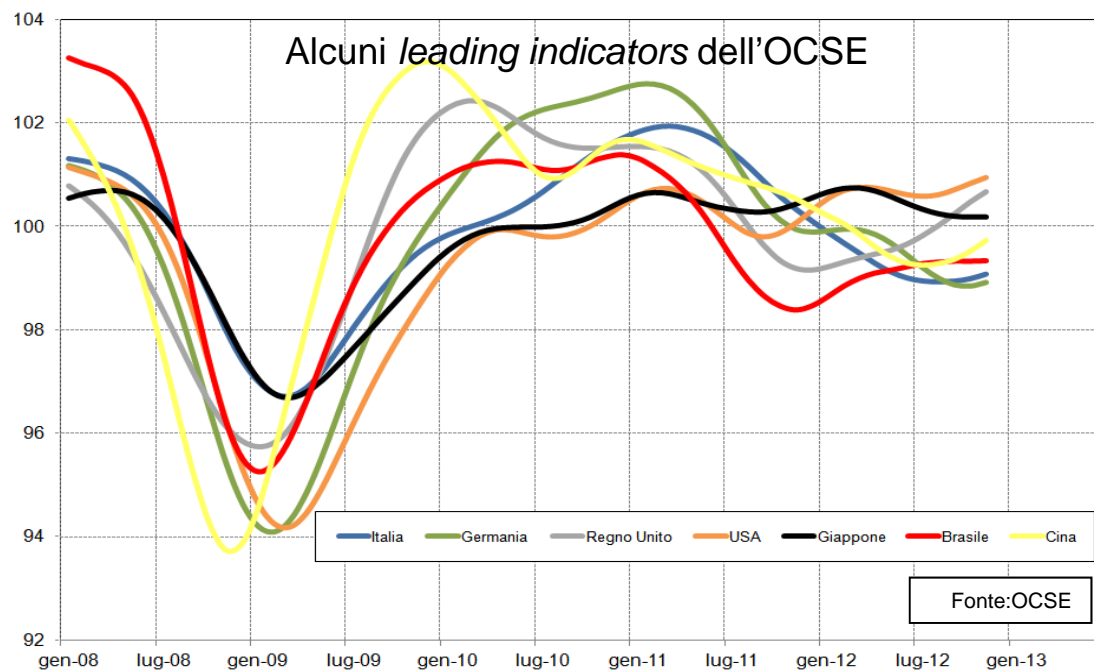
La cosa è piuttosto evidente osservando l'andamento storico del rapporto fra il prezzo e gli utili attesi (P/E). Nei grafici a fianco sono rappresentati i P/E delle azioni italiane e di quelle tedesche. Come si nota, entrambi i rapporti sono largamente inferiori alla media storica: nel caso italiano, fra l'altro, ciò accade in presenza di previsioni di utili estremamente conservative.

Poiché le analisi empiriche hanno verificato che, di norma, il ritorno sulla media del P/E si realizza tramite movimenti dei prezzi, ne discende un rilevante margine di apprezzamento per i mercati azionari osservati e, più in generale, per quelli europei.

Tasso di crescita del PIL nel 2012 e nei prossimi due anni

	Area Euro	USA	Gran Bretagna	Giappone	Cina	Brasile	Mondo
2012 (stime)	-0,4%	2,3%	-0,2%	2,0%	7,8%	1,0%	3,2%
2013 (previsioni)	-0,2%	2,0%	1,0%	1,2%	8,2%	3,5%	3,5%
2014 (previsioni)	1,0%	3,0%	1,9%	0,7%	8,5%	4,0%	4,1%

Fonte: Fondo Monetario Internazionale



Stando alle recenti previsioni del Fondo Monetario Internazionale, la crescita economica nel 2013 dovrebbe risultare complessivamente soddisfacente, per poi ulteriormente irrobustirsi nel 2014.

I motori dello sviluppo saranno gli USA e i paesi emergenti, con l'Europa ancora in *mild recession* nel 2013 ed in moderata crescita nel 2014. La svolta, in Europa, si dovrebbe osservare già nel corso del 2013, come peraltro anticipato dai leading indicators dell'OCSE rappresentati nella figura, dalla quale si può osservare che sia l'indicatore tedesco sia quello italiano sembrerebbero avere raggiunto un punto di minimo.

Come si ricorderà, il ritorno alla crescita, soprattutto nei PIIGS, costituisce l'ultimo elemento essenziale per considerare superata la crisi.

Dobbiamo quindi attenderci una marcata sensibilità dei mercati alle statistiche macroeconomiche dell'Area Euro nel corso dell'anno.

Performance dei mercati azionari
(Indici MSCI Total Return in euro)

Nel 2012 ...

Europa	18,1%
USA	14,3%
Giappone	6,7%
BRIC	13,1%
Mondo	14,7%

... e nei primi giorni del 2013 (*)

Europa	3,7%
USA	3,3%
Giappone	-0,8%
BRIC	1,4%
Mondo	2,8%

(*) Dati aggiornati al 25 gennaio 2013

Fonte: elaborazioni Cellino e Associati SIM su dati FactSet

I mercati azionari, nel corso del 2012, hanno realizzato performance generalmente soddisfacenti. La sovraperformance delle azioni europee, in parte, può essere attribuita al profilarsi di una soluzione finalmente definitiva per la crisi dei PIIGS.

Il 2013 è partito bene per tutti i mercati azionari, con la sola eccezione della piazza nipponica, che, pur realizzando un'eccellente performance in valuta locale, risulta pesantemente penalizzata dal cambio dello yen.

Asset allocation azionaria internazionale

Paese	Giudizio
Europa	POSITIVO
Giappone	NEUTRALE
Paesi Emergenti	NEUTRALE
USA	NEGATIVO

Fonte: Cellino e Associati SIM

Come l'anno scorso, l'asset allocation internazionale privilegia il mercato europeo che, come abbiamo avuto modo di osservare, ha realizzato nel corso del 2012 una significativa sovraperformance rispetto agli altri mercati internazionali. Riteniamo che all'origine del buon risultato dei mercati europei risieda la forte sottovalutazione che ancora oggi li caratterizza: per questo motivo pensiamo che tali mercati possano continuare a fare meglio degli altri.

L'anno scorso si era suggerito un approccio "polarizzato" al sovrappeso dell'Europa, fondato sulla scelta di due paesi (**Germania e Italia**) che per molti versi si trovavano - e si trovano tuttora - agli antipodi. Manteniamo questo suggerimento, ma ci sentiamo di consigliare fra i due mercati una lieve preferenza per l'Italia, ancora molto indietro nel processo di normalizzazione.

Il giudizio negativo sugli USA deriva, oltre che dai multipli superiori a quelli europei, anche dalla debolezza che ci attendiamo caratterizzerà il dollaro USA.

La forza dell'euro comprometterà, per gli investitori europei, anche i rendimenti dei mercati dei Paesi Emergenti e del Giappone che, a differenza degli USA, ottengono comunque un giudizio neutrale, in virtù dei più interessanti margini di potenziale apprezzamento che li caratterizzano.

Asset allocation settoriale Europa

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

Le indicazioni sui settori europei derivano, come di consueto, da un'analisi di tipo bottom up che ha privilegiato i comparti all'interno dei quali sono presenti titoli che, mediamente, presentano margini di apprezzamento superiori alla media di mercato.

Fonte: Cellino e Associati SIM

Asset allocation azionaria Italia

Azione	Settore	Peso
Assicurazioni Generali	Assicurazioni	12,5%
UNIPOL	Assicurazioni	2,5%
FIAT	Auto	4,0%
UBI Banca	Banche	5,0%
Unicredit	Banche	22,0%
Banco Popolare	Banche	5,0%
Italcementi	Costruzioni	1,0%
Buzzi	Costruzioni	1,0%
ENI	Petrolifero	22,0%
Autostrada TO-MI	Industriali	4,0%
Telecom Italia	Telecomunicazioni	7,0%
ENEL	Utilities	14,0%

Fonte: 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 2012. 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. Permane, come l'anno scorso, l'elevato sovrappeso su ENI, fortemente sottovalutata, mentre si modera quello su ENEL e, soprattutto, quello su Telecom. Nel comparto assicurativo affianchiamo a Generali il titolo UNIPOL, che riteniamo estremamente sottovalutato. Escono dal paniere suggerito nel 2012 i titoli Banca MPS e Saras.

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.