



Prospettive economiche e strategie di investimento per il 2015

Gennaio 2015

Indice

Il 2014: un anno di transizione

Il fuoco sotto la cenere

L'andamento dei principali mercati

La congiuntura nel 2014 e le attese

Le stime sul 2014

Il consenso per il 2015 e 2016

Il 2015 dei mercati finanziari

Elezioni, QE, Ucraina e petrolio

Il punto di partenza dei mercati azionari

Mercati obbligazionari e tassi di cambio

I rischi

Suggerimenti di investimento

Asset Allocation azionaria internazionale

Asset Allocation azionaria Italia

Il 2014, anche se si potrebbe essere tentati di archivarlo come un anno piuttosto incolore, è stato per molti aspetti un periodo di transizione ricco di sommovimenti, poco visibili nell'immediato, i cui effetti molto probabilmente si materializzeranno nel corso del 2015, determinando cambiamenti radicali nello scenario economico, politico e sociale in cui si muoveranno i mercati finanziari internazionali.

Infatti:

- **sotto la stagnazione dell'eurozona, che sembra ancora non riprendersi, ma che, d'altro canto, pare abbia scongiurato il proprio dissolvimento,**
- **sotto una congiuntura mondiale complessivamente positiva, ma non eccezionale,**
- **sotto ai mercati finanziari che hanno regalato ottimi risultati, senza quasi chiedere in cambio alcun tributo in termini di volatilità,**

nel corso del 2014 si è alimentato un fuoco sotterraneo che, molto probabilmente, nel 2015 arriverà in superficie.

Eventi di notevole portata che si sono manifestati nei dodici mesi appena trascorsi senza quasi lasciare traccia sull'andamento dei listini influenzeranno, nel bene e nel male, l'andamento dei mercati finanziari globali, determinando le sorti di un anno che si preannuncia assai movimentato, già a cominciare dai primissimi giorni.

Quali sono, dunque, le componenti del fuoco sotto la cenere, che infiammerà l'anno che è appena iniziato?

La fine del Quantitative Easing negli USA

Il Quantitative Easing^(*) (QE) USA è stato indubbiamente uno dei pilastri su cui si sono fondate la ripresa economica e quella dei mercati finanziari dopo la Grande Recessione. Alla fine del QE seguirà la fine del “denaro facile” per effetto dell’innalzamento dei tassi.

La crisi politica in Grecia

Sintomo di un’insofferenza per le politiche di austerità, che si manifesterà anche in altri Paesi i cui cittadini, prossimamente, saranno chiamati ad esprimere il proprio voto: Spagna (2015) e Francia (2017).

La deflazione in Europa

Uno scenario tanto insolito quanto pericoloso che ha già fatto la propria apparizione, giustificando l’avvio del QE nell’eurozona.

La “virata” della BCE

Parallelamente alla fine del QE negli USA, si è registrato un progressivo cambiamento di registro nell’azione della BCE, culminato nell’annuncio fatto pochi giorni fa da Draghi dell’avvio di un QE nell’eurozona.

La crisi in Ucraina

Una guerra combattuta a pochi chilometri da casa, che richiama molto da vicino quella Guerra Fredda che si pensava finita per sempre.

Il calo del prezzo del petrolio

Fenomeno certamente positivo per i Paesi importatori, ma foriero di instabilità finanziaria per quelli produttori (si pensi alla Russia) e per le società del settore che si sono fortemente indebitate per investire in tecnologie estrattive che, in un regime di bassi prezzi, non risultano economicamente sfruttabili.

^(*) Il Quantitative Easing è una politica monetaria non convenzionale attraverso la quale la banca centrale immette liquidità nel sistema economico acquistando titoli con “operazioni di mercato aperto”. I titoli acquistati dalla banca centrale possono essere titoli di Stato, obbligazioni bancarie e societarie, cartolarizzazioni di crediti e, talvolta, azioni.

Andamento dei principali mercati azionari nel 2014 ed obbligazionari nel 2013 e 2014

I rendimenti azionari *

	2014
Europa	7,4%
USA	29,1%
Giappone	9,6%
BRIC	11,0%
Mondo	20,1%

I rendimenti obbligazionari **

	2013	2014
Europa	0,6%	14,3%
USA	-6,9%	19,5%
Giappone	-19,6%	4,7%
Paesi Emergenti	-8,0%	17,3%
Mondo	-8,1%	13,3%

Fonte: Elaborazioni Cellino e Associati SIM su dati FactSet

Le tabelle evidenziano che il 2014, come già anticipato, si è dimostrato un anno eccellente per gli investitori.

In particolare, appaiono straordinarie le performance degli indici obbligazionari, ma buona parte di questa straordinarietà è spiegata dal fatto che il 2013 era risultato particolarmente avaro e, come sovente accade, ad annate "povere" le obbligazioni ne alternano di particolarmente soddisfacenti. Per questo motivo riportiamo in tabella, oltre a quelli del 2014, anche i rendimenti obbligazionari del 2013.

* Indici MSCI Total Return in euro

** Europa, USA e Giappone :indici Citigroup Government Bond Total Return in euro, Paesi Emergenti: indice Barclays Emerging Market Government Universal (GDP weighted) Total Return in euro, Mondo: indice Citigroup World Global Bond Index Total Return in euro

Le stime aggiornate per il 2014		
Crescita del PIL	Tasso di inflazione	Tasso di disoccupazione
Eurozona	0,8%	11,5%
Regno Unito	3,0%	6,0%
USA	2,3%	6,1%
Giappone	0,3%	3,6%
Brasile	0,2%	5,0%
Cina	7,4%	4,1%
Russia	0,5%	5,3%

Fonte: FactSet

Le stime più aggiornate per il 2014, in attesa di disporre dei dati definitivi, rivelano una congiuntura complessivamente robusta (trainata soprattutto da USA e Regno Unito) la cui uscita dalla crisi appare oramai definitiva, come peraltro recentemente affermato, per quanto riguarda gli USA, dal presidente Obama nel Discorso sullo stato dell'Unione.

L'eurozona manifesta invece i sintomi deflazionistici e di bassa crescita che hanno indotto la BCE ad intervenire attraverso il QE.

A tal proposito, non è di buon augurio il dato del Giappone, Paese nel quale tale politica è stata realizzata nel corso del 2014 e la cui crescita economica è risultata alquanto deludente.

Si tenga però presente che risultati assai migliori di quelli visti in Giappone sono stati ottenuti dai QE realizzati negli USA (l'ultimo proprio nel 2014); tuttavia, come affermato dallo stesso Draghi, i confronti fra le diverse applicazioni di questa particolare politica monetaria devono essere effettuati con la massima cautela, stanti i diversissimi contesti in cui sono state realizzate.

Appaiono in difficoltà anche i Paesi Emergenti: per alcuni di loro (fra quelli riportati in tabella soprattutto il Brasile) il rallentamento è attribuibile alla fine del QE americano, che aveva garantito consistenti flussi di capitale verso alcuni di essi: tali capitali, ora che le iniezioni di dollari da parte della FED sono terminate, ritornano da dove sono venuti.

Anche in Russia si osservano consistenti fughe di capitali, ma in conseguenza della crisi Ucraina e delle sanzioni imposte dall'occidente, oltreché del crollo del prezzo del petrolio.

Infine, ultimo fra i Paesi Emergenti presenti nella tabella, la Cina, la cui "crisi" però, per il momento, consiste nell'impossibilità di mantenere i tassi di crescita a due cifre cui il mondo si era abituato.

	Crescita del PIL		Inflazione		Disoccupazione	
	2015	2016	2015	2016	2015	2016
Eurozona	1,1%	1,5%	0,9%	1,0%	11,3%	11,0%
Regno Unito	2,6%	2,4%	1,2%	1,9%	5,6%	5,4%
USA	3,1%	2,8%	1,8%	2,1%	5,5%	5,1%
Giappone	1,0%	1,0%	0,9%	1,1%	3,5%	3,5%
Brasile	0,8%	2,0%	6,3%	5,5%	5,6%	6,2%
Cina	7,0%	6,7%	1,4%	1,6%	4,2%	4,2%
Russia	-1,5%	1,0%	7,8%	5,8%	5,8%	6,1%

Fonte: FactSet

I valori attesi per le medesime variabili congiunturali osservate per il 2014 sono riportati nella tabella soprastante, dalla cui lettura si evince che, nel corso dell'anno appena iniziato e di quello seguente, si dovrebbe confermare l'ottimo momento dell'economia britannica e di quella americana.

Giappone ed eurozona dovrebbero invece rimanere nel limbo in cui siamo abituati a vederli galleggiare da tempo: dunque, il consenso degli economisti non si dimostra particolarmente ottimista circa gli effetti del QE annunciato da Draghi, sia per quanto riguarda la crescita economica, sia per quanto riguarda il riavvicinamento dell'inflazione al target del 2%.

Infine, la situazione dei Paesi Emergenti sembrerebbe destinata ad appesantirsi nel corso del 2015 per poi osservare i primi segnali di ripresa nel corso del 2016.

Dunque i cittadini greci – come ampiamente atteso – hanno premiato il partito “radicale” Syriza, fortemente critico nei confronti delle politiche di austerità imposte ad Atene, ma il Governo greco che nascerà nei prossimi giorni non dovrebbe avere particolare impatto sulla stabilità dell’eurozona, tenuto conto che:

- **la posizione di Syriza è molto critica nei confronti dell’austerità, ma il partito è dichiaratamente pro euro,**
- **per quanto ci sia andato vicinissimo, Tsipras non ha raggiunto la maggioranza assoluta in Parlamento, quindi il prossimo Governo greco sarà un esecutivo di coalizione, all’interno del quale le posizioni di Syriza dovrebbero venire mitigate,**
- **quando cinque anni fa la crisi greca esplose, il debito di Atene era detenuto da numerose banche europee (soprattutto francesi e tedesche), che avrebbero subito gravissime conseguenze da un default incontrollato o da un’uscita dall’euro della Grecia, scatenando un possibile effetto domino sul sistema bancario europeo: oggi questo rischio non esiste, poiché il principale creditore di Atene è la Troika.**

In particolare, l’ultima osservazione esclude la possibilità di un contagio finanziario che, attraverso il settore bancario, si propaghi agli altri paesi: il grafico nella pagina seguente evidenzia la mutata situazione. Ma se nell’immediato è scongiurato un contagio finanziario qualora nei prossimi anni la Grecia dovesse uscire dall’euro, un altro contagio potrebbe diffondersi in Europa:

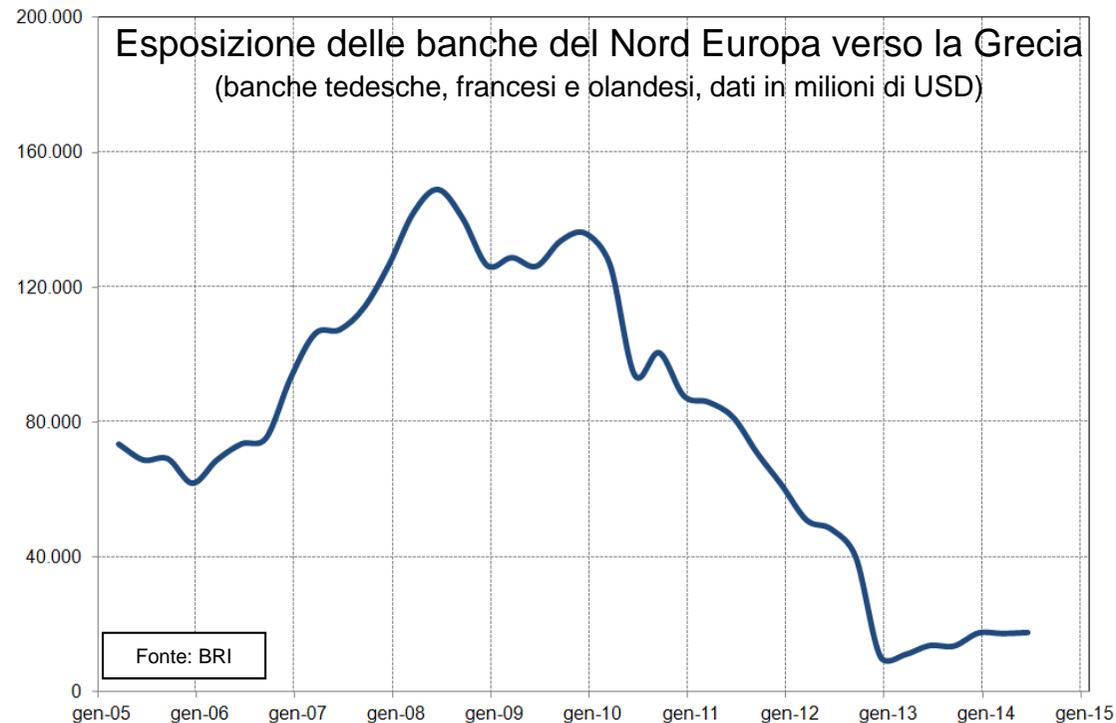
il contagio imitativo.

Nel caso in cui si arrivasse all’uscita dall’euro della Grecia e tale scelta dovesse rivelarsi profittevole, infatti, i movimenti anti-euro degli altri Paesi, già oggi molto forti, potrebbero arrivare al potere, determinando la fine della moneta unica.

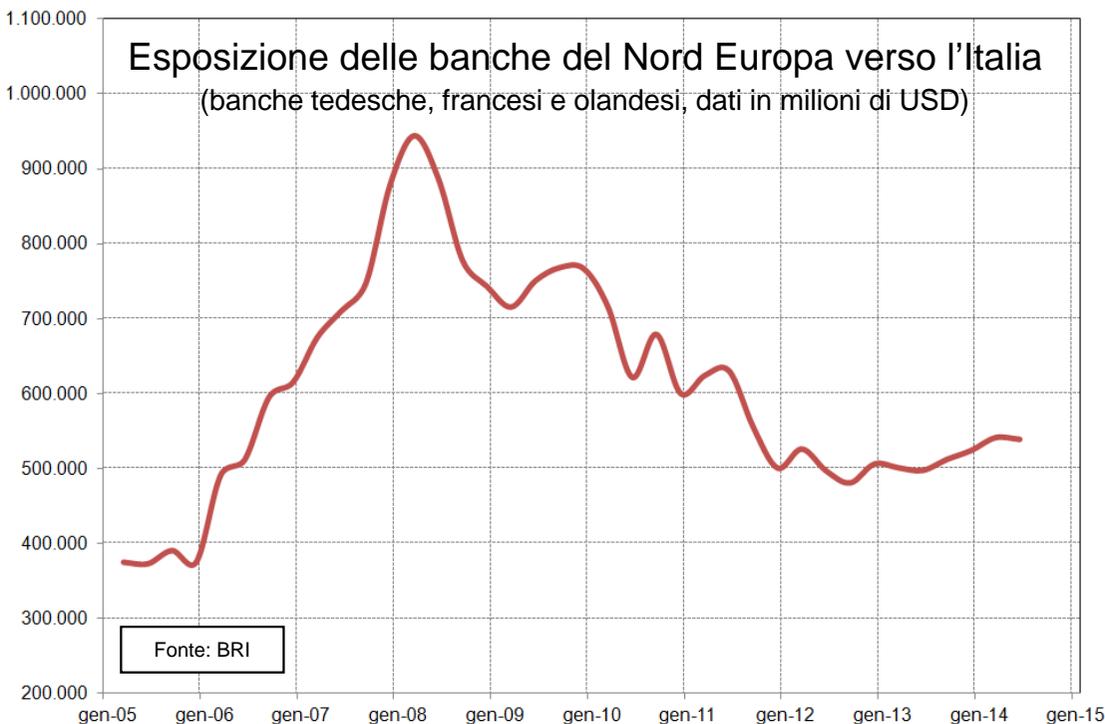
Va detto, però, che questo rischio - nell’immediato - è nullo, poiché è universalmente riconosciuto (anche dai sostenitori del dissolvimento dell’euro) che, nell’immediato, un’uscita dalla moneta unica avrebbe soltanto ripercussioni negative sull’economia che vi ha ricorso (fuga di capitali, fallimenti bancari, disordini sociali...). Nel medio lungo termine non si può invece escludere, come recentemente affermato dall’agenzia di rating Moody’s, che una Grecia fuori dall’euro possa crescere ad un ritmo superiore degli altri Paesi, favorendo quindi i fautori dell’uscita dall’euro di Italia, Francia e Spagna.

L'osservazione del grafico a destra consente di comprendere perché la Grecia, oggi, non costituisce più un rischio sistemico per l'eurozona. Le banche del Nord Europa hanno enormemente ridimensionato la propria esposizione nei confronti di Atene, grazie al contestuale supporto offerto dalla Troika.

Quindi è vero che un default greco non scatenerrebbe alcuna crisi bancaria nell'eurozona ...



... ma il grafico di sinistra, al contrario, dimostra come un'uscita dell'Italia dall'euro avrebbe conseguenze disastrose per il sistema finanziario dell'eurozona. Per quanto notevolmente ridotta, l'esposizione delle stesse banche verso il nostro Paese è comunque ancora enorme, pari quasi 4 volte il valore massimo raggiunto dall'esposizione nei confronti del debito greco.



Il QE, come già accennato, è stato recentemente adottato negli USA, nel Regno Unito e in Giappone (in quest'ultimo Paese, il set di titoli acquistati dalla banca centrale si è esteso anche alle azioni). Le finalità di tali operazioni di acquisto sono di stimolare la crescita economica, mantenendo eccezionalmente bassi i tassi di interesse a lunga scadenza, e di combattere le tendenze deflazionistiche che si accompagnano alle fasi di prolungata recessione.

Non potendo intervenire direttamente a sostegno della crescita economica, poiché tale obiettivo non rientra nel suo mandato, la BCE ha dovuto attendere la comparsa di evidenti segnali deflazionistici per realizzare questo tipo di intervento, poiché la stabilità dei prezzi, ossia il mantenimento di un tasso di inflazione prossimo ma inferiore al 2%, rientra invece fra i suoi obiettivi.

L'espansione del bilancio della BCE annunciata da Draghi è di oltre 1.000 miliardi di euro, che dovrebbero essere destinati per la parte maggiore (800/900 miliardi) all'acquisto di titoli di Stato e per la restante parte all'acquisto di titoli emessi da organismi sovranazionali europei.

L'azione del QE dovrebbe, come detto, stimolare la ripresa dell'economia secondo varie linee:

- **le banche, disponendo di grandi quantità di liquidità, derivanti dalla vendita delle obbligazioni alla BCE, dovrebbero espandere i prestiti a famiglie e imprese;**
- **le famiglie, vedendo ridotto al lumicino il rendimento dei propri risparmi, dovrebbero incrementare consumi e investimenti;**
- **le imprese dovrebbero vedere migliorata la propria competitività internazionale, grazie al deprezzamento del cambio che deriva dall'immissione di moneta da parte della banca centrale.**

L'impatto del QE sui mercati finanziari è differente, a seconda che si guardi al settore obbligazionario, a quello azionario o ai tassi di cambio.

Sul mercato obbligazionario, l'impatto del QE è diretto, poiché è su di esso che vengono indirizzati gli acquisti della banca centrale: ne deriva che i corsi delle obbligazioni non possono che salire e i rendimenti scendere. E' questo l'unico effetto certo che ci si può attendere da un QE.

Gli altri effetti attesi, sia sul mercato azionario, sia sui mercati valutari, sono effetti "derivati", che si realizzano come conseguenza indiretta del QE e, per tale ragione, sono più difficilmente prevedibili e schematizzabili.

Sul mercato azionario, infatti, i prezzi delle azioni possono salire per effetto della ricomposizione dei portafogli attuata dagli investitori che, non più soddisfatti dai rendimenti obbligazionari (ridotti al minimo dagli acquisti della banca centrale), cercano maggiori rendimenti investendo in azioni. Ma al di là di questo effetto "meccanico", indotto dalla liquidità immessa dalla banca centrale, i mercati azionari potranno avviare un solido rialzo solo se gli investitori si convinceranno della capacità del QE di rilanciare la crescita economica.

Oltre che sui mercati azionari, la ricomposizione dei portafogli da parte degli investitori agisce anche sui tassi di cambio, agevolando il deprezzamento della valuta, per effetto della ricerca di rendimenti maggiori ottenibili attraverso l'acquisto di valute estere.

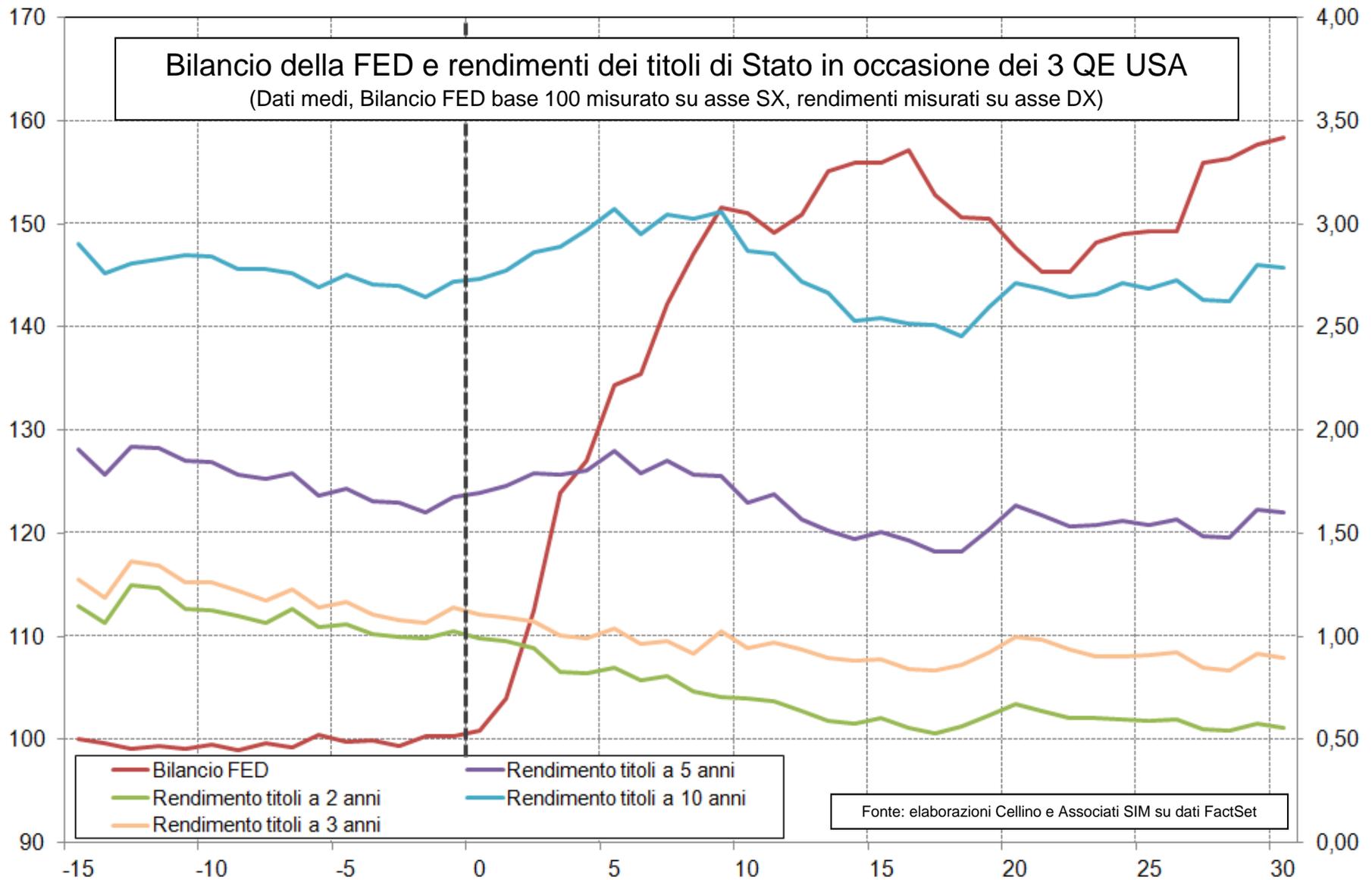
L'effetto maggiormente prevedibile, dunque, è quello sui mercati obbligazionari: la figura della pagina seguente rappresenta l'impatto medio dei tre QE realizzati negli ultimi anni negli USA (*) sul mercato obbligazionario, il cui andamento è sintetizzato dai rendimenti dei titoli di Stato con vita residua pari a 2, 3, 5 e 10 anni.

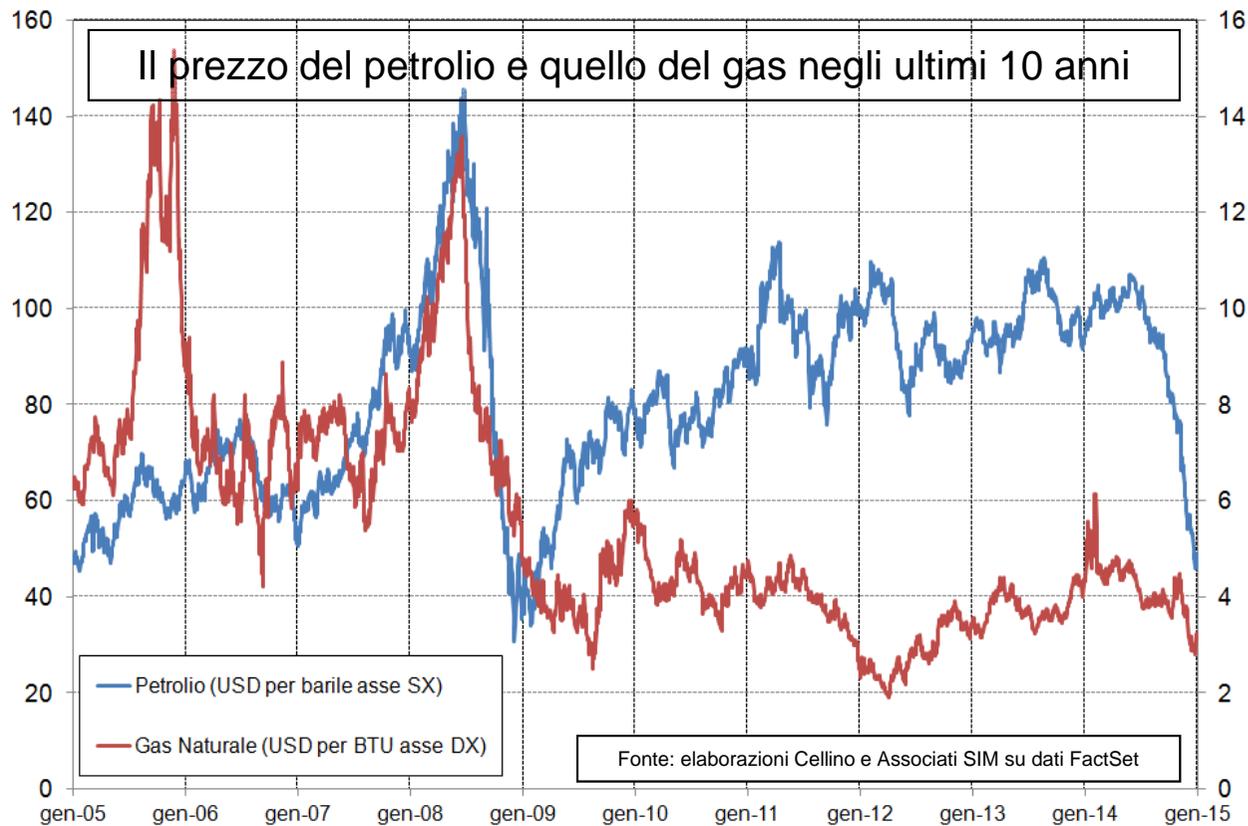
L'osservazione inizia 15 settimane prima dell'inizio del QE, identificato con l'inizio dell'espansione del bilancio della FED, e si protrae per le 30 settimane successive.

L'analisi mostra come i tassi dei titoli a più lunga scadenza (5 e 10 anni) raggiungano livelli minimi sostanzialmente in coincidenza con l'avvio dell'espansione monetaria, per poi oscillare nelle settimane successive attorno a tali livelli.

I rendimenti dei titoli a più breve scadenza (2 e 3 anni), invece, scendono nel corso della prima fase del QE, per poi stabilizzarsi dopo 10/15 settimane.

(*) Il primo QE fu realizzato fra il 2008 e il 2010, il secondo nel 2011, il terzo tra il 2012 e il 2014.





Dal punto di vista dell'Europa, la crisi in Ucraina risulta assai più problematica dell'esito del voto greco.

Infatti, pur vedendo contrapposti soprattutto USA e Russia, il conflitto si svolge sul campo di battaglia delle sanzioni economiche, i cui danni ricadono soprattutto sull'economia europea.

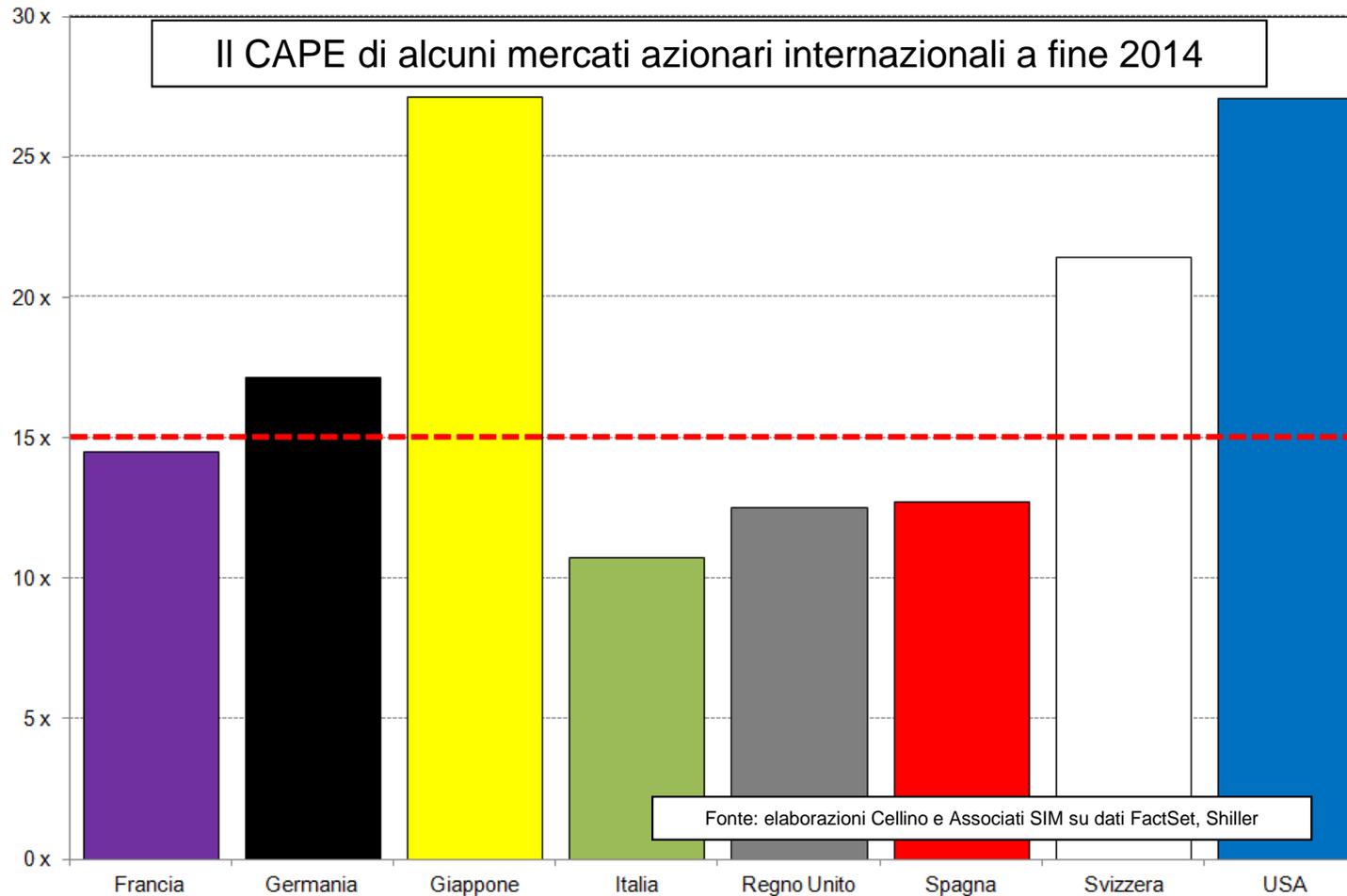
Anche il temuto, ma al momento improbabile, tracollo finanziario della Russia, conseguenza delle sanzioni e del calo del prezzo del petrolio, impatterebbe in modo assai più significativo sull'economia europea di quanto non farebbe su quella USA.

16 Secondo alcuni il crollo del prezzo del petrolio sarebbe infatti ricollegabile alla crisi in Ucraina ed alla volontà degli USA di mettere sotto pressione l'economia russa, assai legata all'andamento dei prezzi dei prodotti petroliferi. A tal fine, la decisione dell'OPEC di non ridurre la produzione sarebbe stata pilotata dagli americani, grazie alla grande influenza che questi esercitano sui loro alleati sauditi.

8 Secondo altri, non sarebbero gli USA a muovere i fili di questa trama, ma i soli sauditi: in questo caso il ruolo degli USA sarebbe addirittura quello della vittima. L'obiettivo da colpire attraverso questa politica dei prezzi bassi, secondo questa interpretazione alternativa, sarebbe infatti rappresentato dalle compagnie americane attive nell'estrazione del petrolio e del gas di scisto: tali imprese, profittevoli solo in presenza di prezzi elevati, sono spesso oberate da un elevato indebitamento e rischiano dunque di fallire se la situazione dovesse protrarsi. Una volta soffocata la nascente industria petrolifera americana dello *shale oil*, l'OPEC tornerebbe quindi ad una politica di sostegno del prezzo.

Qualunque sia la causa di questa ondata ribassista, è abbastanza ovvio che il prezzo del petrolio, nel medio termine, non rimarrà su livelli così sacrificati.

In ogni caso, al di là delle tensioni geopolitiche che derivano dal basso prezzo del petrolio, l'eurozona, che è un'importatrice di petrolio, non potrà che trarre beneficio da questa congiuntura.



Gli istogrammi rappresentati in figura misurano, per alcuni fra i principali mercati azionari internazionali, il CAPE, ossia il *Cyclically Adjusted Price Earnings*, indicatore ideato dal premio Nobel Robert Shiller che, rispetto al più comune rapporto prezzo/utigli, calcolato ponendo al denominatore gli utigli correnti o quelli attesi, utilizza la media degli utigli degli ultimi 10 anni. Questo aggiustamento consente di ottenere un valore dell'utile che tenga conto sia degli anni particolarmente favorevoli, sia di quelli negativi, giungendo così ad una

stima dell'utile che può essere considerato «normale».

Lo stesso Shiller ha verificato che il CAPE tende ad oscillare attorno alla propria media per effetto delle variazioni del prezzo (e non dell'utile, come avverrebbe se l'ipotesi di efficienza del mercato fosse verificata), consentendo quindi di discriminare fra mercati sottovalutati e sopravvalutati, utilizzando come spartiacque il valore medio di 15.

Ciò detto, l'osservazione del grafico non può che indurre ad esprimere un giudizio positivo sui mercati azionari europei, con l'eccezione della Svizzera e con qualche cautela per Germania e Francia.

Le quotazioni elevate raggiunte dagli USA e dal Giappone trovano solo parziale supporto nella buona congiuntura (per quanto riguarda gli USA) e negli ingenti sforzi promessi dalle autorità per il rilancio dell'economia (per quanto riguarda il Giappone).

Come detto in precedenza, l'effetto del QE viene normalmente anticipato dai tassi a lunga scadenza, che raggiungono i minimi in corrispondenza con il suo inizio. Peraltro, nel corso del QE, tali tassi, pur oscillando con una certa intensità, non manifestano una chiara tendenza ascendente.

I tassi a breve, invece, tendono a decrescere anche nel corso dell'espansione del bilancio della banca centrale.

Per questo motivo, il consiglio per gli investimenti obbligazionari in euro non può che essere di ridurre progressivamente la duration, spostandosi dalle scadenze più lunghe verso titoli con vita residua compresa fra i 2 e i 4 anni.

Anche i mercati valutari hanno già anticipato l'avvio del QE, ma riteniamo che esista ancora spazio per l'indebolimento dell'euro, poiché il prolungato periodo di tassi bassi che ci attende contribuirà a generare ulteriori flussi in uscita dalla moneta unica.

Dunque, in ambito obbligazionario, l'incremento della quota di investimenti denominati in valuta estera potrà contribuire al miglioramento delle performance.

In particolare, non dovranno mancare **dollari USA** nei portafogli obbligazionari, indubbiamente la valuta che più di ogni altra esprimerà, apprezzandosi, la debolezza dell'euro per effetto del QE.

Potrebbe risultare interessante investire anche, sia pure in quote più modeste di quelle da destinare al dollaro, su altre valute, in particolare:

- la **corona norvegese**, che ha molto patito la caduta del prezzo del petrolio e che, in una prospettiva di medio termine, dovrebbe tornare ad apprezzarsi contro euro grazie alla risalita del prezzo del petrolio;
- la **corona danese**, la cui banca centrale potrebbe decidere, come recentemente fatto da quella elvetica, di abbandonare la difesa del tasso di cambio fissato contro euro.

In sintesi, la diversificazione valutaria e il progressivo accorciamento della duration dei portafogli sono gli strumenti attraverso i quali i portafogli obbligazionari potrebbero offrire ancora buone soddisfazioni nel corso del 2015.

Lo scenario per i mercati finanziari appare dunque positivo, con buoni risultati attesi dai mercati azionari (soprattutto europei) e con qualche opportunità ancora da sfruttare su quelli obbligazionari.

Non mancano però, come sempre, elementi di rischio che potrebbero compromettere i buoni auspici sotto i quali è nato l'anno 2015 e che dovranno quindi essere monitorati con attenzione.

I principali eventi, prevedibili sulla base delle condizioni attuali, che potrebbero influire negativamente sull'andamento dei mercati sono, a nostro giudizio, i seguenti:

- **La radicalizzazione delle posizioni di Syriza in chiave anti euro o l'opposizione tedesca a qualsiasi pretesa da parte della Grecia**

Un muro contro muro fra Berlino e Atene, sia che derivi dall'intransigenza tedesca, sia che derivi da pretese eccessive da parte della Grecia, produrrebbe una situazione di incertezza difficilmente tollerabile da parte dei mercati, anche alla luce delle prossime elezioni in Spagna e di quelle che si terranno nel 2017 in Francia.

- **L'acuirsi della crisi in Ucraina**

Un rischio che affronteremo ogni giorno del 2015.

- **Il possibile fallimento del QE in Europa**

Come detto, il QE avrà successo solo se riuscirà a stimolare la crescita economica. Per decretarne quindi l'eventuale fallimento bisognerà attendere alcuni mesi, visto che l'acquisto di titoli inizierà a marzo e i dati congiunturali potranno iniziare ad incorporarne gli effetti solo a partire dalla metà dell'anno.

Asset allocation azionaria internazionale

Paese	Giudizio
Europa	POSITIVO
Giappone	NEUTRALE
Paesi Emergenti	NEGATIVO
USA	NEUTRALE

Fonte: Cellino e Associati SIM

Anche quest'anno l'asset allocation internazionale privilegia il mercato europeo: la scelta deriva sostanzialmente dalla sottovalutazione emersa dall'analisi del CAPE presentata nelle pagine precedenti. L'approccio "polarizzato" suggerito l'anno scorso prevedeva di sovrappesare l'Italia e la Germania: quest'anno, alla Germania, le cui valutazioni iniziano ad apparire meno interessanti, sostituiremmo il Regno Unito, mantenendo comunque ancora un giudizio neutrale sull'azionario tedesco che non dovrà mancare nei portafogli, sia pur con un peso ridotto rispetto al 2014.

Il giudizio è neutrale per Giappone ed USA, le cui alte valutazioni, come detto in precedenza analizzando il CAPE, trovano solo parziale sostegno. Rimane infine negativo il giudizio sui Paesi Emergenti, considerate le modeste prospettive congiunturali (se confrontate con quelle del recente passato) e la presenza di pericolose tensioni geopolitiche.

Asset allocation azionaria Italia

Azione	Settore	Peso
Assicurazioni Generali	Assicurazioni	12,5%
FCA	Auto	5,0%
Banco Popolare	Banche	2,5%
Intesa Sanpaolo	Banche	15,0%
UBI Banca	Banche	2,5%
Unicredit	Banche	12,5%
Buzzi	Costruzioni	2,5%
Autostrada TO-MI	Industriali	5,0%
CNH	Industriali	5,0%
Finmeccanica	Industriali	4,0%
ENI	Petroliero	13,0%
SAIPEM	Petroliero	2,5%
Telecom Italia	Telecomunicazioni	8,0%
ENEL	Utilities	10,0%

Fonte: Cellino e Associati SIM

Il portafoglio consigliato per il mercato azionario italiano è selezionato sulla base di una logica *bottom up*, che privilegia i titoli maggiormente sottovalutati secondo un modello di valutazione fondamentale.

Rispetto al paniere del 2014, si osservano un'uscita e un ingresso: è stato eliminato dalla lista il titolo **Italcementi**, per fare spazio a **SAIPEM**.

L'impianto del portafoglio è sostanzialmente immutato e punta a replicare la buona performance realizzata l'anno scorso.

Gli aspetti salienti che caratterizzano l'asset allocation sono **soprattutto il sovrappeso sui settori: assicurazioni, banche, costruzioni, industriali e telefonici**.

Le leve dalle quali si ritiene di poter trarre la sovraperformance per il 2015 sono la significativa presenza di titoli ciclici e il sovrappeso del settore bancario che risulta fortemente sottovalutato.

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.

Cellino e Associati SIM S.p.A. • Via Cavour 21 - 10123 TORINO • Tel. +39 011 540327 (10 linee) Fax +39 011 530483 • Reg. Imprese - C.F./P. IVA: 08473090010
Cap. Soc. euro 1.500.000 i.v. • Sito web: www.cellinoassociatisim.it • E-mail: info@cellinoassociatisim.it • PEC: cellinosim@legalmail.it
REA n. 975594 della C.C.I.A.A. di Torino • Iscrizione albo SIM n. 211 Delibera Consob n. 13900 del 21.01.2003 • Aderente al Fondo Nazionale di Garanzia