



Prospettive economiche e strategie di investimento per il 2016

Gennaio 2016

Indice

Il 2015: anno della divergenza

*QE: l'inizio di quello della BCE e la fine di quello FED
L'andamento dei principali mercati*

Evoluzione della congiuntura

*Le stime sul 2015
Il consenso per il 2016 e 2017
Il rallentamento cinese*

Il 2016: anno della verità per l'eurozona?

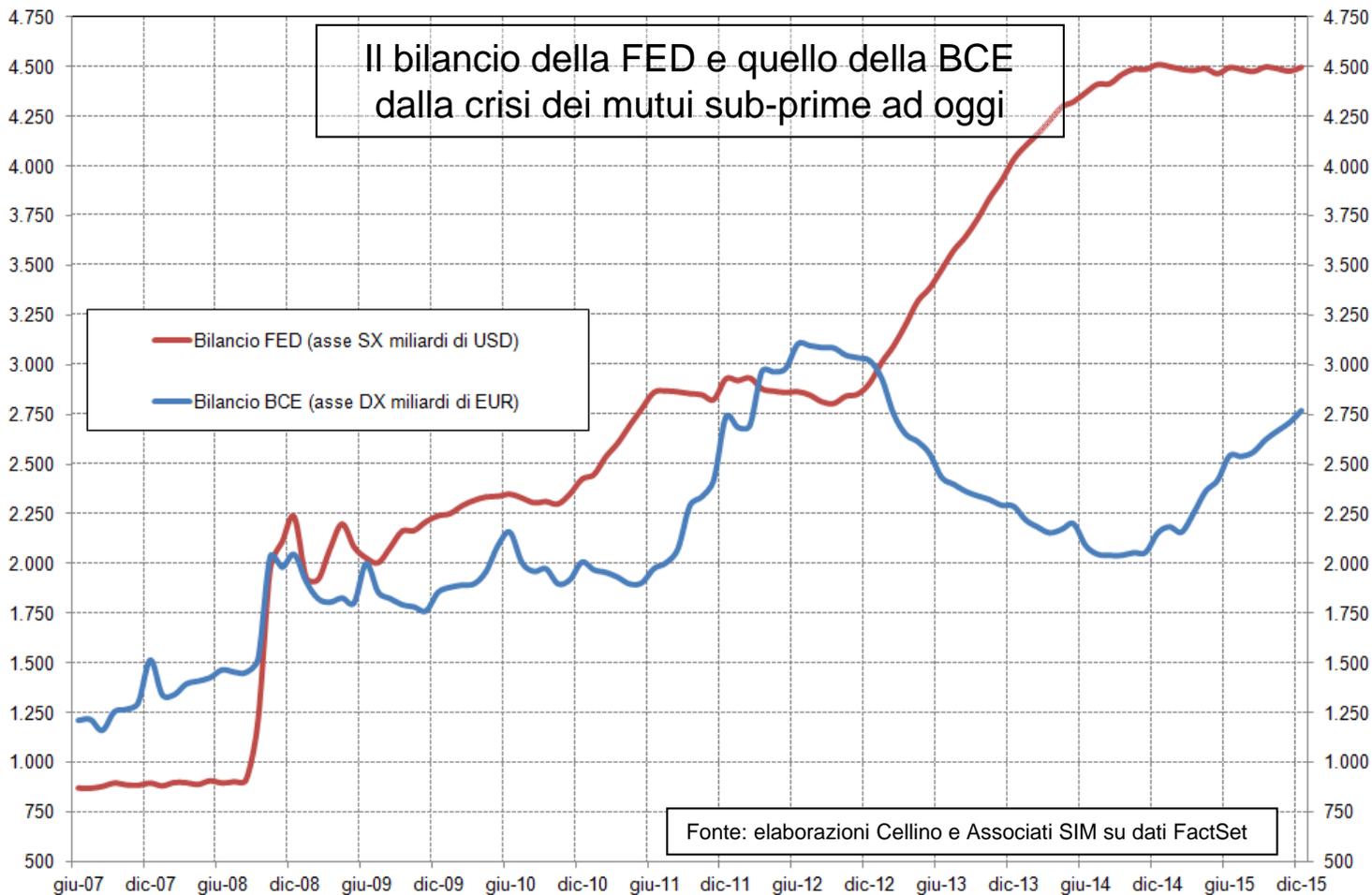
*La BCE userà tutte le cartucce residue?
I governi saranno all'altezza?*

Il 2016 dei mercati finanziari

*Il rapporto rendimento-rischio
Il punto di partenza dei mercati azionari*

Suggerimenti di investimento

*Asset Allocation azionaria internazionale
Asset Allocation azionaria Italia*



Come si può osservare, a partire dall'inizio del 2015 gli attivi della BCE hanno iniziato a crescere, per effetto dell'avvio del QE, mentre quelli della FED hanno smesso di farlo, per effetto della fine di tale politica negli USA.

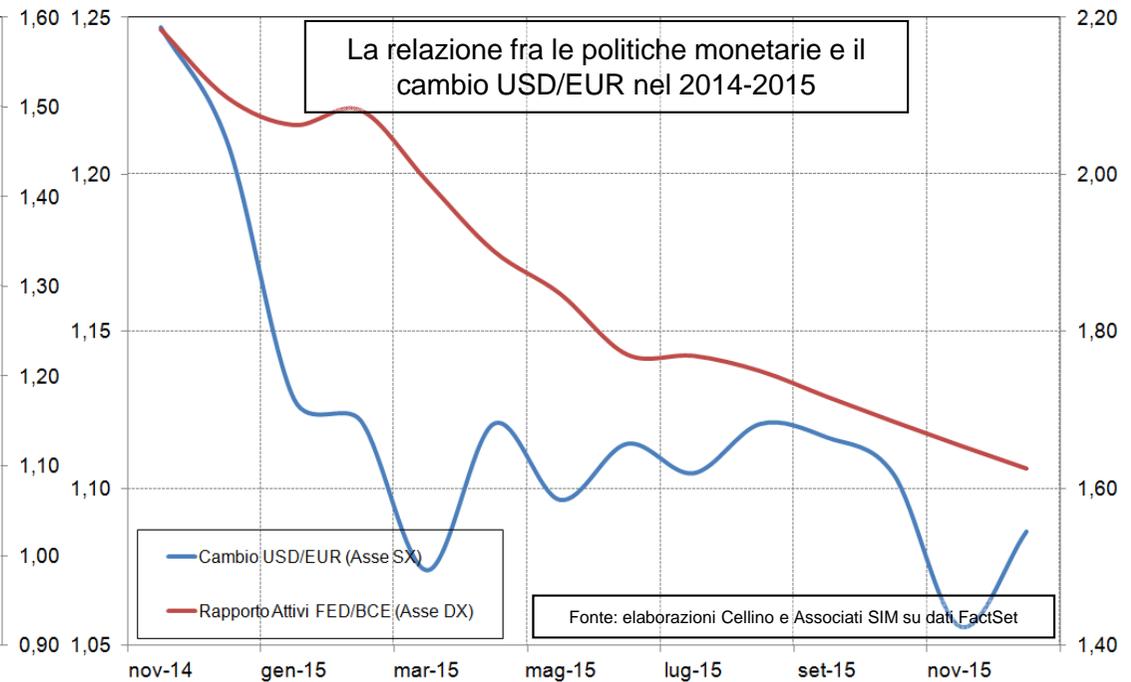
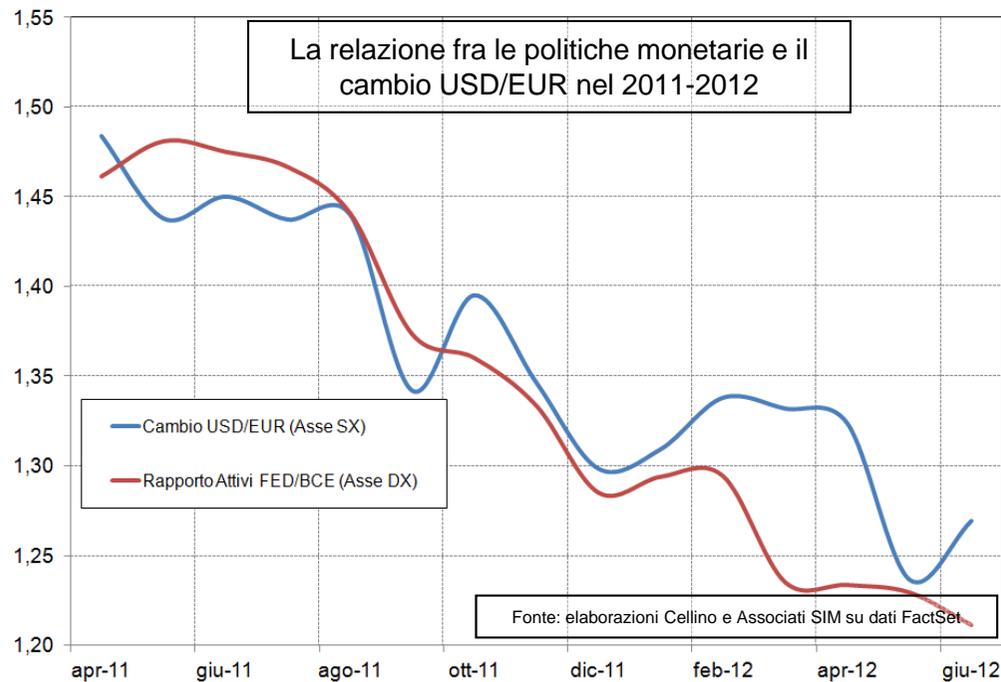
Si è creata così una divergenza fra l'andamento delle due grandezze, simile a quella osservata a cavallo fra il 2011 e il 2012 quando, in assenza di politiche espansive da parte della FED, la BCE acquistò titoli di Stato dei paesi in crisi attraverso il Security Market Program (SMP) e successivamente finanziò il sistema bancario attraverso le Long Term Refinancing Operation (LTRO).

Stando alle previsioni disponibili, tale divergenza è destinata a durare ancora a lungo: il QE di Mario Draghi, infatti, è stato recentemente esteso fino al marzo del 2017 e a breve se ne attende un'ulteriore espansione che, probabilmente, interesserà sia la quantità di titoli acquistati sia la loro varietà.

Non sono attese invece ulteriori politiche di allentamento quantitativo negli USA, dove anzi, sia pure con qualche incertezza, la banca centrale ha avviato una fase di innalzamento dei tassi.

Ci attende quindi un lungo periodo di divergenza fra le politiche monetarie adottate negli USA e nell'eurozona.

In condizioni normali, gli attivi delle banche centrali crescono lentamente, al crescere delle dimensioni dell'economia reale. Per rispondere alle crisi straordinarie degli ultimi anni (fallimento di Lehman Brothers negli USA, crisi del debito e deflazione in Europa) sono state introdotte politiche di Quantitative Easing (QE), in precedenza utilizzate in Giappone e consistenti nel massiccio acquisto di titoli da parte della banca centrale. L'obiettivo di tali politiche è di controllare i tassi a lunga scadenza, insensibili alle azioni di politica monetaria convenzionali, mentre il loro effetto più evidente è una crescita straordinaria del bilancio della banca centrale che le mette in campo.



La prima figura mostra come, durante l'intera fase di divergenza tra la politica monetaria dell'eurozona e quella degli USA realizzatasi come detto fra il 2011 e 2012, il dollaro si sia rafforzato contro l'euro.

La seconda figura mostra come il fenomeno si sia ripetuto ancora tra la fine del 2014 e il 2015, grazie al QE europeo.

Ovviamente esistono molti altri fattori in grado di condizionare il rapporto di cambio euro/dollaro, ma quello qui evidenziato è certamente da considerarsi molto significativo.

Per questo motivo riteniamo che il rafforzamento del dollaro USA, sebbene si sia in gran parte già realizzato, abbia ancora spazio di prosecuzione.

Non solo, il dollaro USA si presta anche come investimento difensivo, qualora i timori di tenuta dell'eurozona cui faremo riferimento nel seguito dovessero concretizzarsi.

Andamento dei principali mercati azionari ed obbligazionari nel 2015

I rendimenti azionari *

	Performance in euro	Performance in valuta locale
Europa	8,8%	5,4%
Italia	14,7%	14,7%
Francia	12,3%	12,3%
Germania	10,0%	10,0%
Regno Unito	3,0%	-2,2%
Spagna	-5,8%	-5,8%
USA	12,9%	1,3%
Giappone	22,4%	10,3%
Paesi Emergenti	-4,9%	-5,4%
Mondo	11,0%	2,6%

I rendimenti obbligazionari **

	Performance in euro	Performance in valuta locale
Europa	2,3%	1,4%
USA	12,3%	0,8%
Giappone	12,4%	1,3%
Paesi Emergenti	7,3%	-0,3%
Mondo	7,4%	1,3%

Fonte: Elaborazioni Cellino e Associati SIM su dati FactSet

La divergenza delle politiche monetarie e l'indebolimento dell'euro che ne è derivato si sono fatti sentire anche nelle performance dei portafogli. Come evidenziano le tabelle, infatti, il 2015 si è rivelato un buon anno soprattutto per gli investitori in euro che hanno visto migliorare le performance dei diversi mercati, spesso mediocri, per effetto del deprezzamento dell'euro che, come si può osservare, non si è realizzato solo contro il dollaro USA.

Riteniamo che l'effetto positivo del deprezzamento dell'euro sugli investimenti in valuta, sia pure in misura più contenuta, si potrà osservare anche nel corso del 2016.

* Indici MSCI Total Return

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

	Le stime aggiornate per il 2015		
	Crescita del PIL	Tasso di inflazione	Tasso di disoccupazione
Eurozona	1,5%	0,0%	11,0%
Regno Unito	2,4%	0,1%	5,5%
USA	2,5%	0,1%	5,3%
Giappone	0,7%	0,8%	3,4%
Brasile	-3,5%	9,0%	6,9%
Cina	6,9%	1,4%	4,1%
Russia	-3,8%	15,6%	5,8%

Fonte: FactSet

Sulla base delle stime attualmente disponibili, non ancora definitive ma certamente attendibili, il 2015 ha visto l'inizio della recessione in Brasile e Russia, il proseguimento del rallentamento pilotato dell'economia cinese (cresciuta di oltre il 7% nel 2014), una buona performance delle economie USA e britannica e un miglioramento di quella giapponese ed europea (i cui tassi di crescita nel 2014 sono stati, rispettivamente, del -0,1% e dello 0,9%).

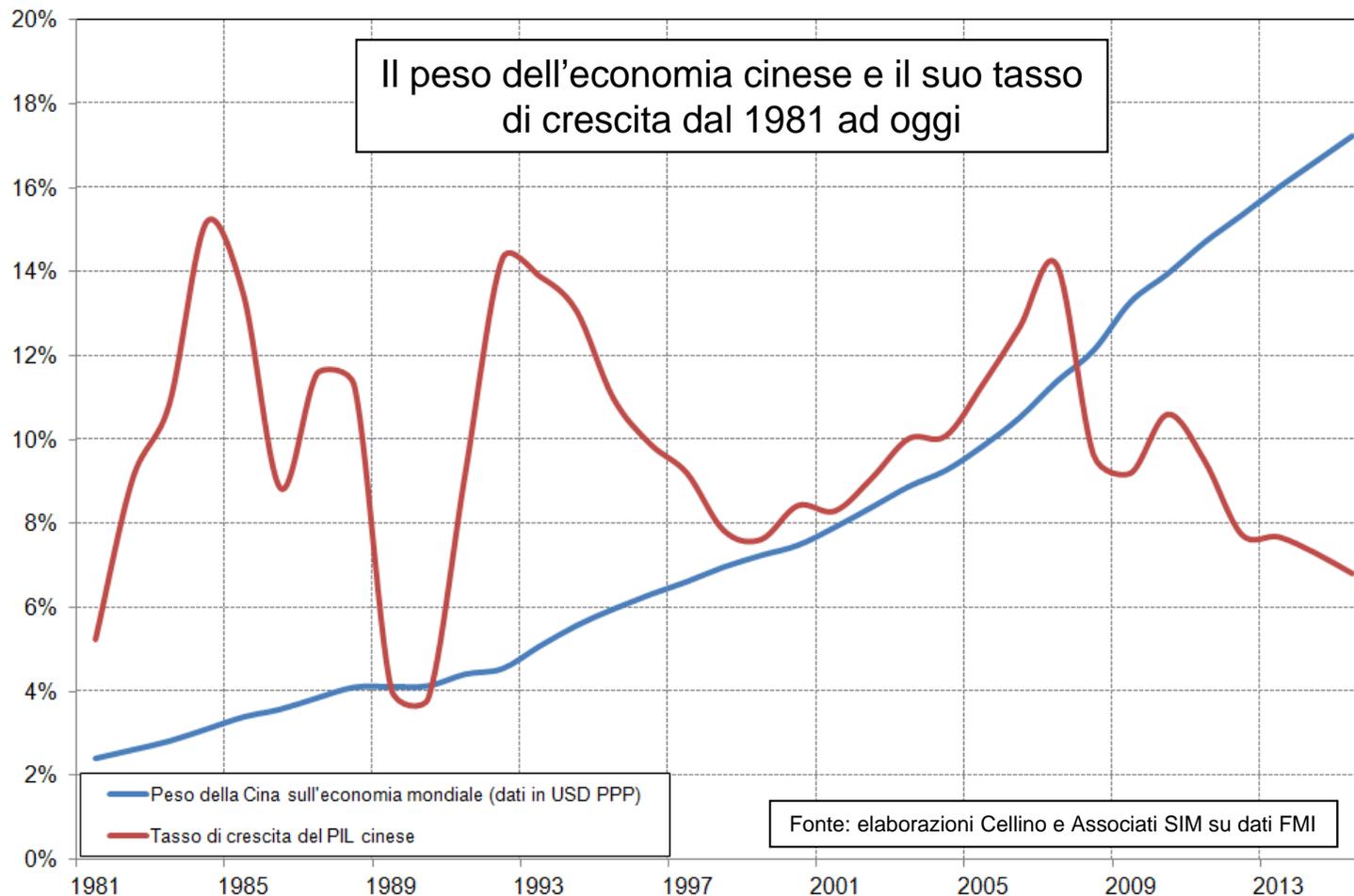
L'effetto del crollo del prezzo del petrolio si è fatto sentire, determinando un brusco ridimensionamento dell'inflazione in eurozona, Regno Unito, USA e Giappone.

La disoccupazione appare in calo, ma ancora piuttosto elevata nell'eurozona, in crescita in Brasile e Russia per effetto della recessione, stabile in Cina e in significativo calo sia negli USA sia nel Regno Unito.

	Crescita del PIL		Inflazione		Disoccupazione	
	2016	2017	2016	2017	2016	2017
Eurozona	1,7%	1,7%	1,0%	1,5%	10,5%	10,2%
Regno Unito	2,3%	2,3%	1,3%	2,0%	5,3%	5,3%
USA	2,5%	2,4%	1,7%	2,3%	4,8%	4,6%
Giappone	1,1%	0,7%	0,9%	1,9%	3,3%	3,2%
Brasile	-2,0%	1,2%	6,6%	5,5%	9,4%	8,8%
Cina	6,5%	6,3%	1,8%	2,0%	4,1%	4,3%
Russia	-0,4%	1,5%	8,2%	6,5%	6,2%	6,1%

Fonte: FactSet

Sulla base delle stime di consenso, nel biennio 2016-2017 la crescita europea dovrebbe migliorare, raggiungendo livelli accettabili, mentre si dovrebbe mantenere stabile in USA e nel Regno Unito. La recessione di Brasile e Russia si dovrebbe arrestare solo nel 2017, mentre nel biennio dovrebbe proseguire il rallentamento controllato della Cina. L'inflazione dovrebbe crescere nei paesi sviluppati senza raggiungere, soprattutto nell'eurozona, livelli elevati, anzi rimanendo ben al di sotto di quel 2% cui il Quantitative Easing di Draghi vorrebbe spingerla. Anche la disoccupazione dovrebbe migliorare nei paesi avanzati, rimanere sotto controllo in Cina e divenire invece preoccupante in Brasile e soprattutto in Russia.



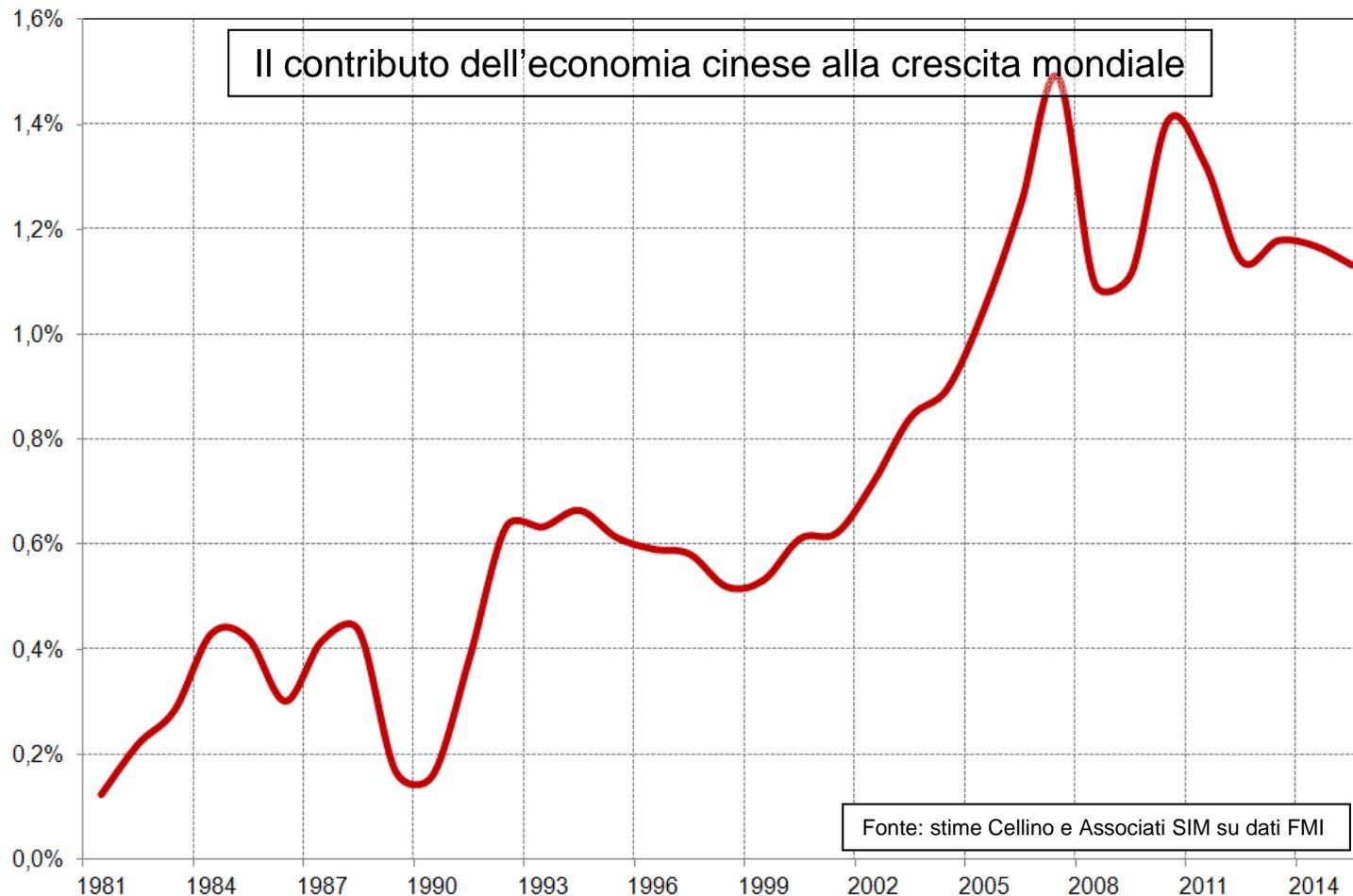
Secondariamente perché non si deve trascurare il fatto che gli attuali tassi di crescita relativamente modesti si applicano ad un'economia il cui peso sul PIL globale è enormemente cresciuto negli anni.

Il dato, ampiamente pubblicizzato dai media, che l'economia cinese sia cresciuta quest'anno solamente del 6,9% realizzando così la peggiore performance degli ultimi 25 anni, deve essere posto in relazione al fatto che, 25 anni fa, il PIL cinese rappresentava il 4% del prodotto mondiale, mentre oggi ne vale il 17%.

In altre parole, un punto di crescita cinese nel 1990 contribuiva alla crescita mondiale per lo 0,04%, mentre oggi ne determina quasi lo 0,2%.

Il pachiderma cinese è oggi troppo grande per realizzare tassi di sviluppo a due cifre, ma il suo contributo alla crescita globale è assai superiore a quello che offriva quando cresceva a tassi superiori al 10%.

Il rallentamento dell'economia cinese viene sovente invocato fra le cause di possibile tensione per l'economia ed il mercato globali. Riteniamo che tale preoccupazione sia sopravvalutata, innanzitutto perché si tratta di un rallentamento pilotato, ampiamente atteso ed indispensabile per condurre la Cina verso un modello di sviluppo consono ad un'economia "progredita".



Il grafico rappresenta il contributo della Cina alla crescita mondiale, calcolato sul PIL a parità di potere d'acquisto. Lungi dall'essere sui minimi, tale contributo è invece sui massimi degli ultimi anni. Se da un lato, dunque, è opportuno preoccuparsi dello stato di salute della Cina, visto che è oramai uno dei principali contributori della crescita mondiale, dall'altro, si può constatare che, per il momento, nonostante la riduzione del tasso di crescita, il suo apporto non sta venendo meno.

Se le autorità cinesi riusciranno quindi a proseguire nella loro opera di ristrutturazione dell'economia senza incidenti, non crediamo che dalla Cina possano giungere elementi di disturbo significativi per l'economia e per i mercati.

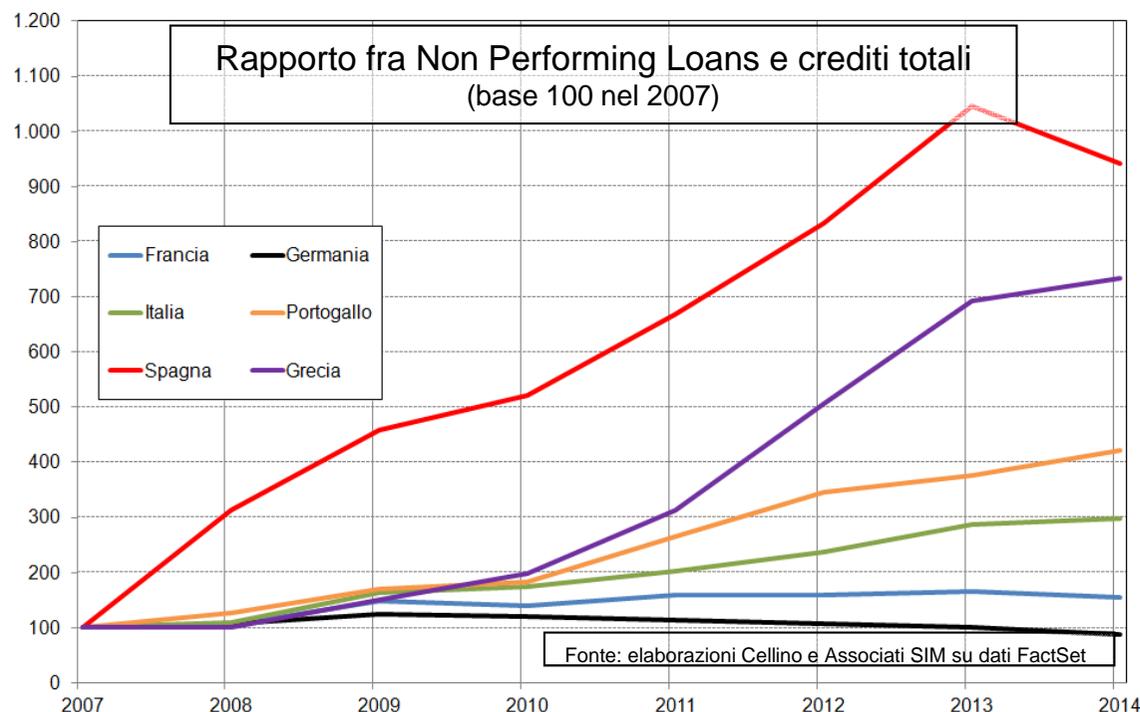
Si tratta certamente di una fase delicata dello sviluppo cinese, che andrà monitorata con attenzione, ma per il momento ci sembrano più preoccupanti altre due questioni:

- ❑ **il crollo del prezzo del petrolio, con la crisi del settore che ne deriva e la destabilizzazione dei Paesi produttori**
- ❑ **una possibile nuova crisi dell'eurozona, di cui diremo fra poco**

E' da questi due potenziali focolai di crisi che potranno infatti giungere, secondo noi, le principali perturbazioni ai mercati nel corso del 2016.

Il 2016: anno della verità per l'eurozona?

La BCE userà tutte le cartucce residue?



Il 2016 sarà, a nostro giudizio, l'anno della verità per l'eurozona: non potrà infatti durare ancora a lungo l'atteggiamento ambiguo della politica rispetto alle decisioni necessarie al mantenimento dell'unione monetaria.

Il QE avviato dalla BCE raggiungerà con ogni probabilità la massima intensità di fuoco possibile, attraverso l'ampliamento della gamma di strumenti acquistabili e l'accrescimento delle dimensioni degli acquisti. Come ipotizzato da un noto columnist del Financial Times, Wolfgang Munchau, Draghi potrebbe spingersi anche ad acquistare cartolarizzazioni di crediti bancari di bassa qualità, monetizzando le sofferenze che affliggono i bilanci bancari di molti Paesi, fra i quali spicca l'Italia. Come si può notare osservando la figura, infatti, la quota dei "Non Performing Loans" (NPL) sul totale dei crediti concessi è notevolmente cresciuta in alcuni paesi dell'eurozona rispetto ai valori pre-crisi (identificati con quelli del 2007).

Questa "pulizia" dei bilanci bancari potrebbe rivelarsi provvidenziale nel ridare al sistema bancario il ruolo di motore della crescita attraverso l'espansione del credito. Riportiamo per esteso la conclusione dell'articolo, apparso sul Financial Times a dicembre 2015, in cui Munchau enuncia la sua tesi che molto fa discutere in questi giorni:

«Quindi, è così che la crisi potrebbe risolversi: non attraverso la risoluzione del debito, non attraverso un salvataggio finanziato dalla fiscalità, ma attraverso la "vecchia" stampa di moneta, travestita in modo da apparire coerente con le regole europee. La ragione per cui la zona euro finirà per monetizzare il debito non è perché questa sia intrinsecamente la cosa migliore, ma perché le regole e i limiti politici non lasciano alternative. Aspettatevi che questo processo duri molto a lungo.»

E' ragionevole pensare che venga lasciata mano libera a Draghi nel compiere le operazioni sopra descritte per due ragioni:

non vi sono alternative: se si vuole preservare l'integrità dell'eurozona occorre acquistare tempo e l'azione della BCE è il miglior modo per farlo.

anche nel caso in cui la volontà politica si orientasse allo smantellamento dell'euro, il QE costituirebbe uno strumento utile, poiché agevolerebbe la fase di transizione verso le monete nazionali senza impegnare eccessivamente i bilanci pubblici dei Paesi core. Non si dimentichi infatti che solo il 20% degli acquisti di titoli viene effettuato dalla BCE, mentre il restante 80% ricade sulle banche centrali nazionali.

Ci attendiamo quindi, da parte della Banca Centrale Europea, un'azione decisa e di intensità crescente nel corso della prima parte dell'anno, giustificata formalmente dalla volontà di riportare l'inflazione su livelli prossimi al 2%, ma sostanzialmente orientata a ben più ambiziosi obiettivi.

Vedremo se nel frattempo verranno poste le basi per una maggiore integrazione fiscale fra i Paesi dell'eurozona, condizione necessaria per la sopravvivenza dell'euro, o se, in assenza di decisioni significative, bisognerà iniziare a riflettere seriamente sull'eventuale dissoluzione dell'unione monetaria.

L'eventuale processo di integrazione fiscale risulterà lungo e complesso, ma sarà sufficiente vederne muovere i primi passi nel corso di questo 2016 per ritornare ad avere fiducia nel progetto europeo. Diversamente, come detto, è probabile che la fiducia dei mercati in tale processo evapori.

Quali potrebbero essere, concretamente, i segnali dell'avvio del processo di integrazione?

Al momento il progetto giunto allo stadio più avanzato di realizzazione è rappresentato dall'unione bancaria, realizzata pienamente per quanto attiene la sorveglianza (ora accentrata presso la BCE) e il meccanismo di risoluzione delle crisi bancarie (con il tanto nominato "bail-in"), tuttora da completare per quanto attiene la condivisione degli oneri che, al momento, ricadono ancora sui vari fondi nazionali di garanzia dei depositi. Un'accelerazione sulla costituzione di un fondo unico europeo di tutela dei depositi (che sostituisca quelli nazionali) sarebbe un segnale inequivocabile della ritrovata volontà di integrazione fra i Paesi europei. E' forse superfluo osservare che è la Germania il Paese che - più di tutti - si oppone ad una veloce introduzione di questo fondo.

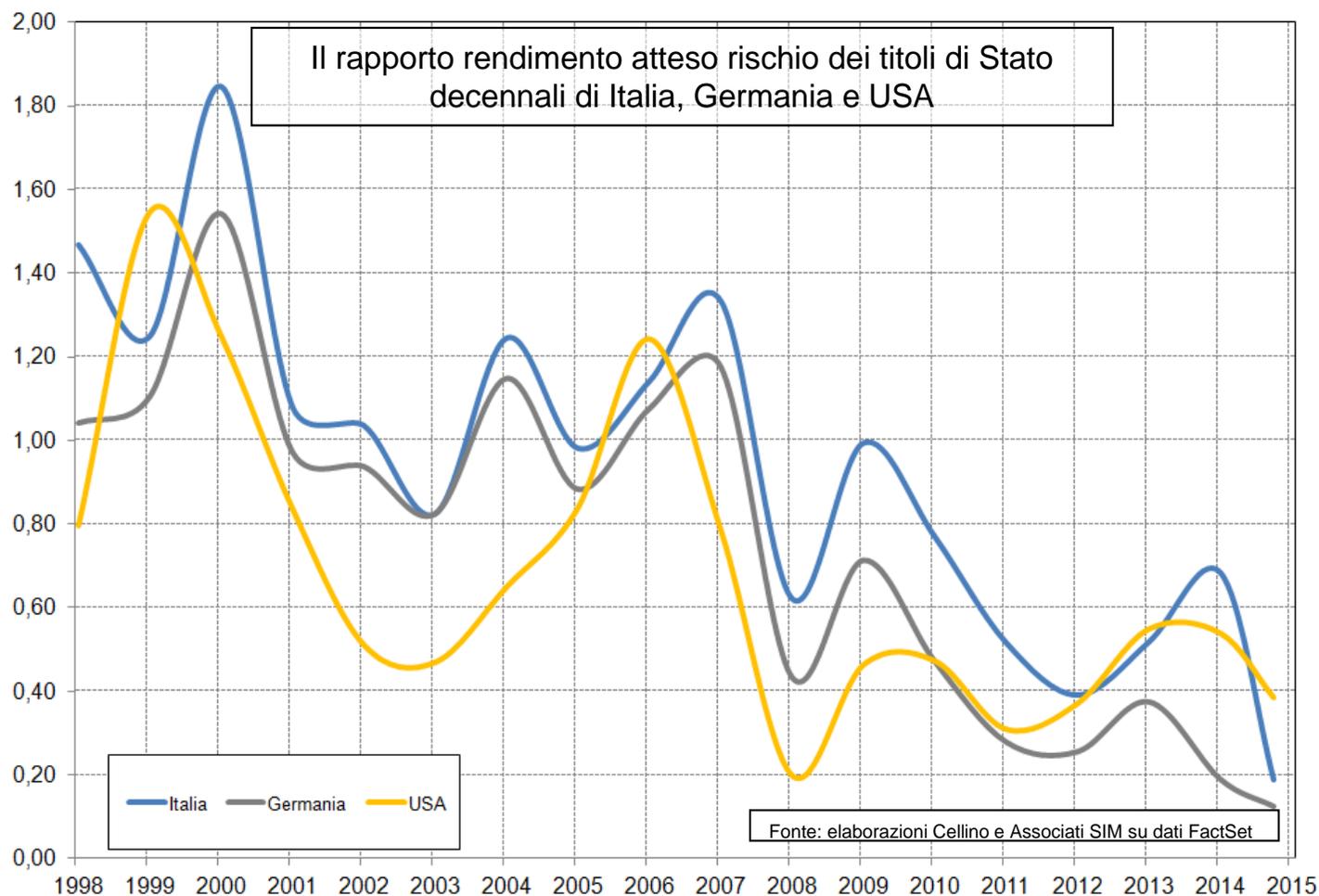
Quali invece i segnali di segno opposto?

Come detto, anche la sola inazione da parte della politica potrebbe far temere la prosecuzione della lenta agonia dell'unione monetaria. Peggio ancora sarebbe se dovessero prendere piede iniziative quale quella recentemente promossa da Schäuble, il Ministro delle Finanze tedesco, volta ad istituire un meccanismo automatico di ristrutturazione dei debiti sovrani che scatterebbe nel momento in cui un Paese dovesse chiedere aiuto al Fondo salva Stati (ESM). Appena formulata la richiesta di aiuto, indipendentemente dalla ragione, le scadenze di tutti i titoli pubblici del Paese richiedente verrebbero automaticamente prolungate, riducendone il valore di mercato. Un siffatto meccanismo, se attuato, cancellerebbe le residue illusioni circa la natura "risk free" del debito pubblico dei Paesi periferici: ne deriverebbe una nuova esplosione degli spread che annullerebbe il faticoso lavoro di "deframmentazione" dei mercati finanziari dell'eurozona svolto in questi anni dalla BCE di Draghi.

Ecco perché occorre chiedersi se la politica europea sarà all'altezza delle sfide che nel breve l'attendono.

Il buon senso suggerisce che oramai non esistano alternative al proseguire sulla strada iniziata con l'introduzione dell'euro, ma non dobbiamo trascurare il rischio che i politici scelgano, per convenienza personale, per incapacità, insipienza o errore, altre vie.

Per quanto attiene i mercati finanziari, se la BCE dovesse, come pensiamo, aumentare rapidamente la potenza di fuoco, questi non potrebbero che trarne beneficio, ma attenzione: il beneficio potrebbe durare poco se all'azione della banca centrale non dovesse fare seguito, nei termini cui abbiamo accennato, quella della politica.



Il grafico rappresenta, per ciascun emittente ed in ogni anno, il rapporto fra il rendimento atteso (o rendimento a scadenza) di un titolo decennale ed il suo rischio (misurato dalla volatilità registrata in quel momento dai rendimenti di quei titoli di Stato). Tanto più è alto il rapporto, tanto più l'investimento è appetibile, poiché il rischio sostenuto è fronteggiato da un rendimento adeguato, viceversa, un livello basso implica una scarsa remunerazione del rischio.

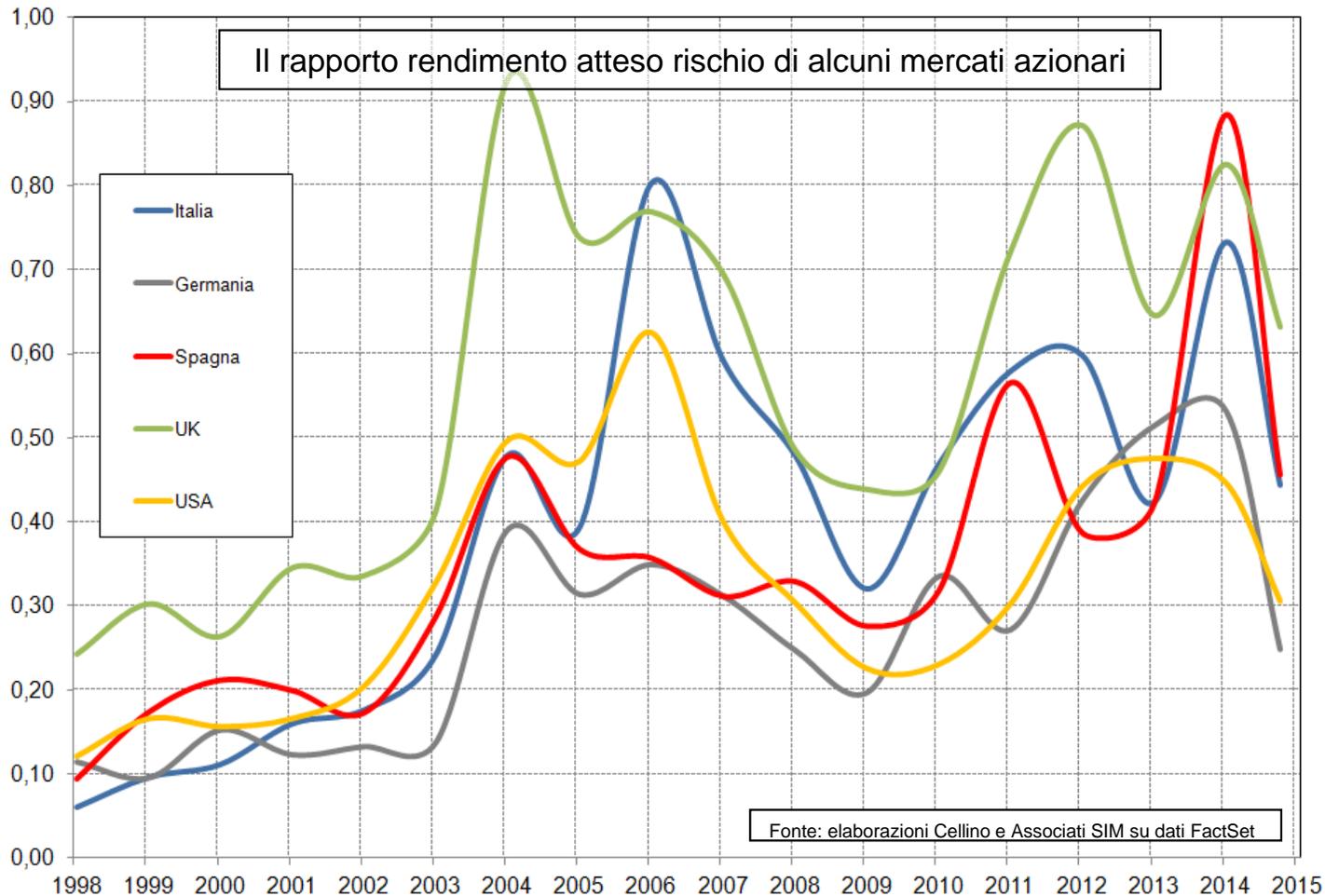
Come si può constatare, gli indicatori sono sui minimi degli ultimi anni, segno che i rendimenti obbligazionari, che un po' ovunque hanno raggiunto livelli estremamente contenuti, non sono più sufficienti a remunerare il pur basso livello di rischio cui espongono gli investitori.

Semplificando con un esempio:

il rendimento atteso annuo delle obbligazioni è talmente basso da poter essere messo a repentaglio dalle oscillazioni di prezzo di una sola giornata.

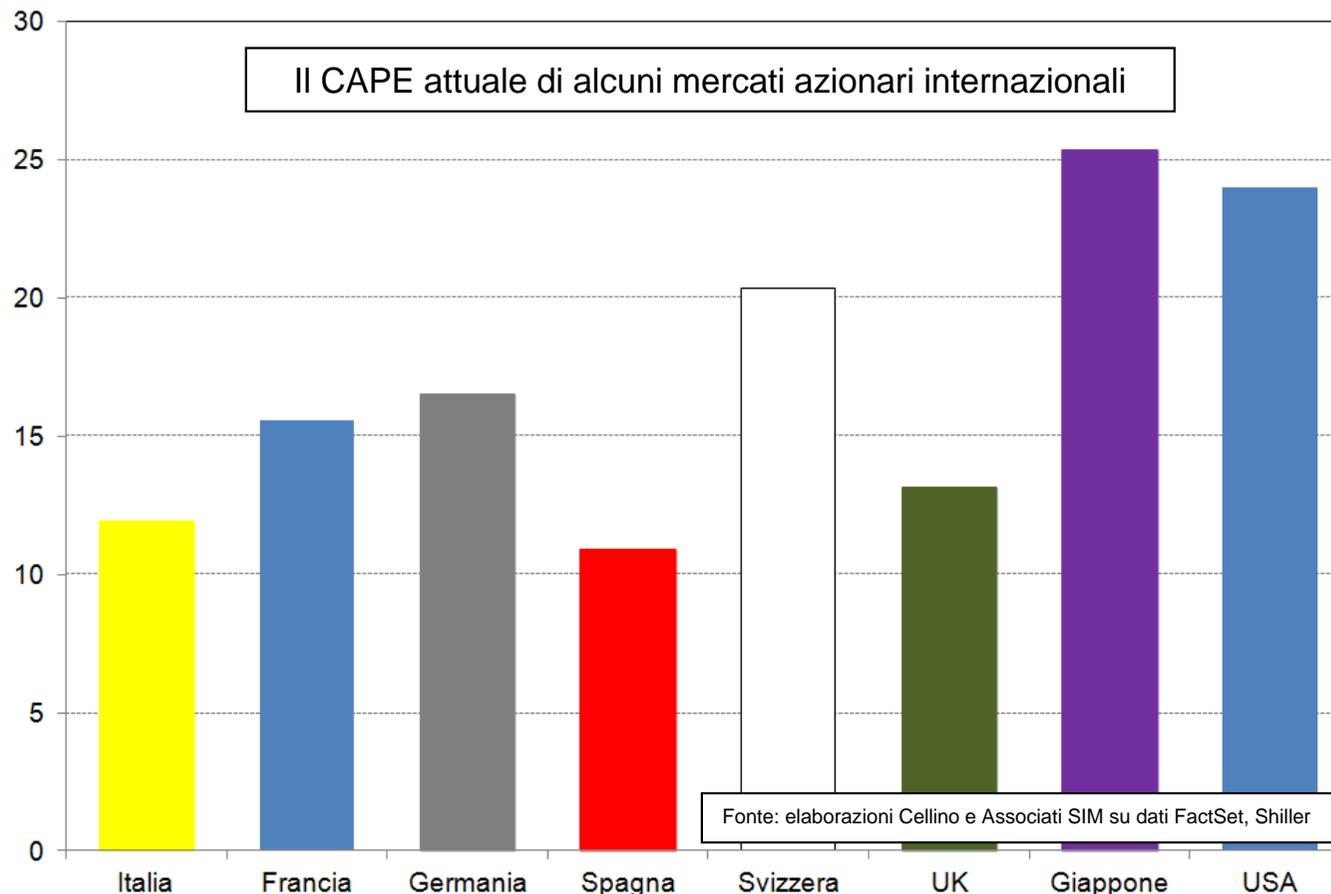
Questo significa che l'atteggiamento da cassetista che spesso contraddistingue l'investitore obbligazionario - e che nel lungo termine ha offerto buoni risultati - non premierà adeguatamente gli investitori nei prossimi anni.

L'approccio più remunerativo per affrontare il mercato obbligazionario quest'anno, a nostro giudizio, sarà quindi di tipo dinamico. Come anticipato, ulteriore linfa ai rendimenti obbligazionari potrà giungere dalla diversificazione valutaria che riteniamo possa ancora offrire risultati positivi nel corso del 2016.



Il grafico rappresenta, per alcuni mercati azionari, il medesimo rapporto rischio rendimento calcolato per quelli obbligazionari.

In questo caso, il livello dell'indicatore è generalmente in linea con la media, non segnalando quindi l'elevata criticità che si riscontra sul mercato obbligazionario.



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/Utili, calcolato ponendo al denominatore gli utili correnti o quelli attesi, utilizza la media degli utili 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 conferma la lettura dei mercati effettuata un anno fa (d'altro canto l'approccio in questione è di lungo periodo): il giudizio risulta quindi positivo per i mercati europei, con una preferenza per la periferia e il Regno Unito e con l'esclusione della Svizzera.

Le azioni americane e quelle giapponesi risultano invece ancora piuttosto sopravvalutate.

Asset Allocation azionaria internazionale

Paese	Giudizio
Europa	POSITIVO
Giappone	NEGATIVO
Paesi Emergenti	NEUTRALE
USA	NEGATIVO

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. Confermiamo l'approccio "polarizzato" suggerito l'anno scorso che prevedeva di sovrappesare l'Italia e il Regno Unito. Il giudizio è negativo per i mercati giapponese e americano: il primo esposto al rischio di un rallentamento cinese che vada al di là delle previsioni, il secondo ancora sopravvalutato. Viene infine elevato da negativo a neutrale il giudizio sui Paesi Emergenti, considerate le profonde correzioni già sopportate da tali listini.

Asset Allocation azionaria Italia

Azione	Settore	Peso
Assicurazioni Generali	Assicurazioni	10,0%
FCA	Auto	5,0%
Banco Popolare	Banche	2,5%
Intesa Sanpaolo	Banche	15,0%
UBI Banca	Banche	2,5%
Unicredit	Banche	10,0%
Buzzi	Costruzioni	5,0%
Autostrada TO-MI	Industriali	5,0%
CNH	Industriali	5,0%
Finmeccanica	Industriali	2,5%
ENI	Petroliero	15,0%
SAIPEM	Petroliero	2,5%
Telecom Italia	Telecomunicazioni	7,5%
ENEL	Utilities	12,5%

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.

I titoli che compongono il portafoglio non sono cambiati, sono stati rivisti solamente i pesi, ma 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: banche, costruzioni, industriali, telefonici e petroliferi.**

In particolare, il titolo **SAIPEM**, dovrebbe essere inserito in portafoglio attraverso l'acquisto dei diritti di sottoscrizione relativi all'aumento di capitale in corso, largamente sottovalutati rispetto all'azione.

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