



Prospettive economiche e strategie di investimento per il 2020

Gennaio 2020

Indice

Il 2019

*Un anno iniziato all'insegna della paura
L'andamento dei mercati finanziari*

Evoluzione della congiuntura

*Stime e previsioni
La chiave di volta reggerà ancora?*

Il 2020

*Il punto di partenza dei mercati azionari
Un mondo capovolto
Un nuovo paradigma?*

Suggerimenti di investimento

*Asset Allocation azionaria internazionale
Un paniere di azioni europee
Asset Allocation azionaria Italia*

Il 2019 è iniziato sotto i cupi presagi di recessione che già avevano afflitto i mercati sul finire del 2018. Alcuni fattori, infatti, rischiavano di innescare una crisi di fiducia ed un generalizzato arresto del commercio globale:

- le sempre più aggressive minacce che il presidente USA rivolgeva alla Cina e all'Europa in relazione alla politica commerciale
- il rischio che, in assenza di un accordo, si potesse realizzare una *hard Brexit*
- l'ambiguo comportamento del Governo italiano in relazione all'euro.

Nonostante il commercio globale, e con esso la crescita mondiale, apparisse a rischio per i fattori menzionati, le banche centrali sembravano ciecamente orientate alla normalizzazione delle proprie politiche: la FED avviandosi sul cammino del rialzo dei tassi e la BCE chiudendo definitivamente il *Quantitative Easing*.

Il rischio di una crisi in presenza di banche centrali orientate a politiche restrittive (o meno espansive) equivale sostanzialmente ad un incendio fronteggiato da pompieri che usano benzina al posto dell'acqua: **indubbiamente lo scenario era preoccupante**.

Un anno fa dicemmo però che molte di quelle preoccupazioni erano già scontate nei prezzi: **perché i mercati, correggendo pesantemente negli ultimi mesi del 2018, avevano in qualche misura anticipato uno scenario recessivo**.



-  *Hard Brexit*
-  Guerra commerciale USA-Cina
-  Rischio Italia
-  Recessione
-  Politiche monetarie restrittive

I palloni aerostatici si levano in cielo quando il pilota procede a liberarsi progressivamente delle zavorre, generalmente rappresentate da sacchetti di sabbia, alleggerendone così il peso complessivo.

Nel corso del 2019, i mercati azionari si sono comportati allo stesso modo: **rilasciando via via il peso delle preoccupazioni che li appesantivano, sono saliti molto in alto.**

Durante l'anno sono infatti via via venute meno le preoccupazioni sull'Italia, le tensioni fra USA e Cina si sono allentate e sono state poste le premesse per un primo accordo fra le due superpotenze, lo spettro di una *hard Brexit* è stato scongiurato, le banche centrali sono tornate a politiche accomodanti e, in ultimo, **la tanto temuta recessione non si è palesata se non sotto forma di un generalizzato rallentamento dell'economia globale.**

Andamento dei principali mercati azionari nel 2019

	Performance in euro	Performance in valuta locale
FTSE MIB (Italia)	28,3%	28,3%
CAC 40 (Francia)	26,4%	26,4%
DAX price (Germania)	21,5%	21,5%
FTSE 100 (Regno Unito)	18,0%	12,1%
IBEX 35 (Spagna)	11,8%	11,8%
S&P 500 (USA)	31,2%	28,9%
NIKKEI 225 (Giappone)	21,5%	18,2%
MSCI Emerging Markets	17,5%	15,1%
MSCI World	27,5%	24,9%

Fonte: Elaborazioni Cellino e Associati SIM su dati FactSet

Ecco dunque spiegato lo straordinario comportamento dei mercati azionari che, compattamente, hanno recuperato le perdite dell'anno precedente e in molti casi hanno raggiunto nuovi massimi storici.

Andamento di alcuni indici obbligazionari nel 2019

(dati in euro)

Titoli di Stato euro 1-3 anni	0,2%
Titoli di Stato euro 5-7 anni	4,1%
Titoli di Stato USA 1-3 anni	5,5%
Titoli di Stato USA 5-7 anni	8,8%
Titoli di Stato Paesi Emergenti (in valuta locale)	11,5%

Fonte: Elaborazioni Cellino e Associati SIM su dati FactSet

Notevole anche l'andamento dei mercati obbligazionari, fortemente sostenuti dal rapido dietrofront con il quale la banca centrale europea e quella americana hanno riportato l'orientamento delle proprie politiche in direzione accomodante.

	Crescita del PIL		Inflazione		Disoccupazione	
	2019 (stima)	2020 (previsione)	2019 (stima)	2020 (previsione)	2019 (stima)	2020 (previsione)
Eurozona	1,2%	1,3%	1,2%	1,2%	7,6%	7,5%
Francia	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	8,5%	8,3%
Germania	0,5%	1,1%	1,4%	1,4%	5,0%	5,0%
Italia	0,2%	0,5%	0,6%	0,9%	10,0%	10,0%
Spagna	2,0%	1,6%	0,8%	1,0%	14,2%	13,6%
Regno Unito	1,3%	1,4%	1,8%	1,8%	3,8%	4,0%
USA	2,3%	2,0%	1,8%	2,1%	3,7%	3,6%
Giappone	1,0%	0,7%	0,6%	0,9%	2,4%	2,4%
Brasile	1,2%	2,2%	3,6%	3,6%	11,9%	11,1%
Cina	6,1%	6,0%	2,9%	2,9%	4,0%	4,0%
India	4,8%	5,8%	3,4%	4,1%	2,4%	2,4%
Russia	1,1%	1,9%	4,5%	3,7%	4,7%	4,6%
Mondo	2,9%	3,3%	-	-	-	-

Fonti: FMI, FactSet

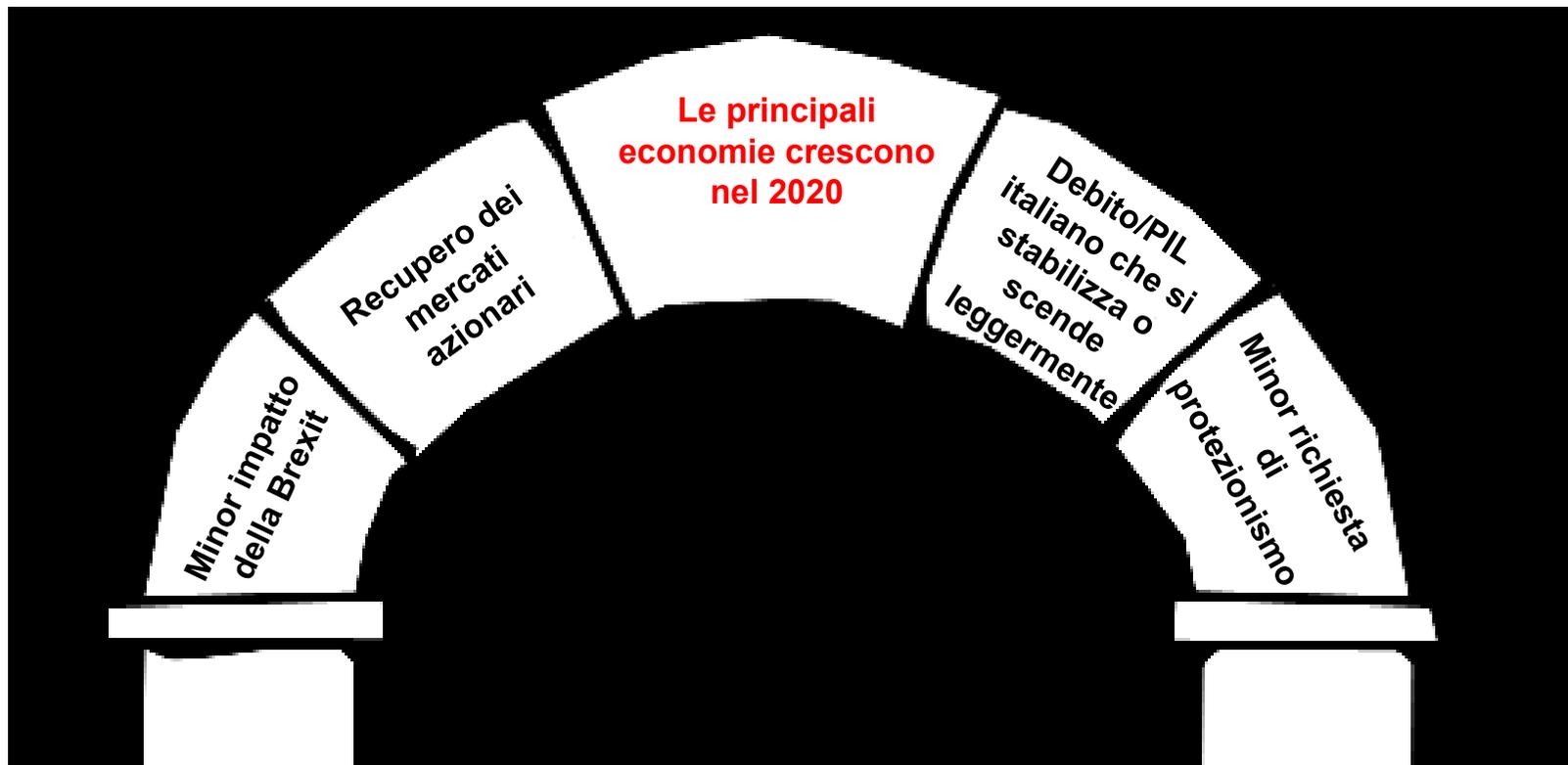
Stando alle previsioni del FMI, grazie soprattutto al contributo delle economie emergenti, la crescita globale dovrebbe riaccelerare nel corso del 2020. Dal 2,9% che si dovrebbe osservare, sulla base delle attuali stime, al termine del 2019, infatti, nel corso del 2020 il tasso di crescita dell'economia globale dovrebbe passare al 3,3%, riavvicinandosi al 3,6%

ottenuto nel 2018.

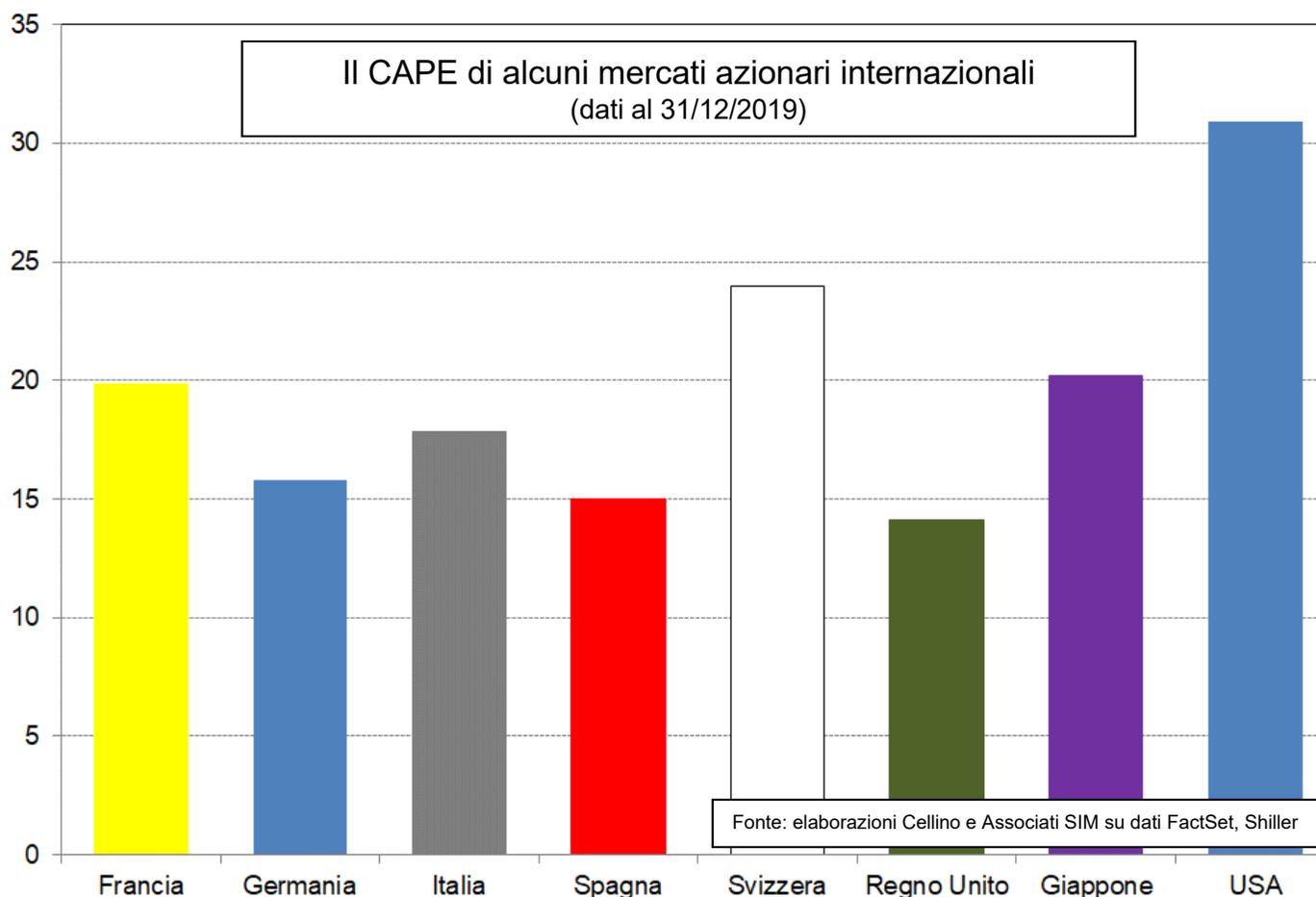
Come detto, saranno le economie emergenti a trainare la ripresa, in modo particolare l'area dell'America Latina, l'Europa dell'Est e, grazie soprattutto all'India, anche l'Asia. L'Eurozona manterrà il passo del 2019, il Regno Unito offrirà un modesto contributo alla ripresa mentre gli USA rallenteranno la velocità di crescita.

L'inflazione negli USA dovrebbe mantenersi sotto controllo, allontanando l'ipotesi di una stretta monetaria oltre oceano, mentre nell'Eurozona l'obiettivo del 2% appare ancora molto lontano, **giustificando la prosecuzione a tempo indeterminato del Quantitative Easing nuovamente avviato dalla BCE**, sulla cui inevitabilità torneremo nelle prossime pagine.

Infine, la disoccupazione appare stabile, o in lieve riduzione, in tutte le aree economiche indicate in tabella.



L'anno scorso, riduci dalle pesanti perdite subite dai mercati azionari nell'ultimo trimestre del 2018, osservammo che una loro ripartenza era possibile subordinatamente ad una condizione, che paragonammo ad una "chiave di volta". Tale condizione era che, sia pur in un contesto di rallentamento, le principali economie non sperimentassero una vera e propria recessione. Fortunatamente la chiave di volta ha retto (l'economia globale ha rallentato, ma nessun paese ha sperimentato una vera e propria recessione), sostenendo il potente rimbalzo dei mercati azionari cui abbiamo assistito nel 2019. Ora, come detto, anche nel 2020 non ci si attende una recessione nei paesi industrializzati, che anzi dovrebbero crescere seppur ad un ritmo blando, mentre la crescita globale, addirittura, potrebbe riaccelerare grazie al contributo delle economie emergenti. **È dunque lecito attendersi che, come nell'anno passato, la congiuntura economica sostenga i mercati azionari.**



Gli istogrammi rappresentati in figura misurano, per alcuni fra i principali indici azionari internazionali, il CAPE, ossia il *Cyclically Adjusted Price Earnings*, indicatore ideato dal premio Nobel Robert Shiller che, diversamente dal più comune rapporto Prezzo/Utili calcolato ponendo al denominatore gli utili correnti o quelli attesi, utilizza la media degli utili degli ultimi 10 anni corretti per l'inflazione. 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».

Rendimenti reali di lungo periodo storici e prospettici

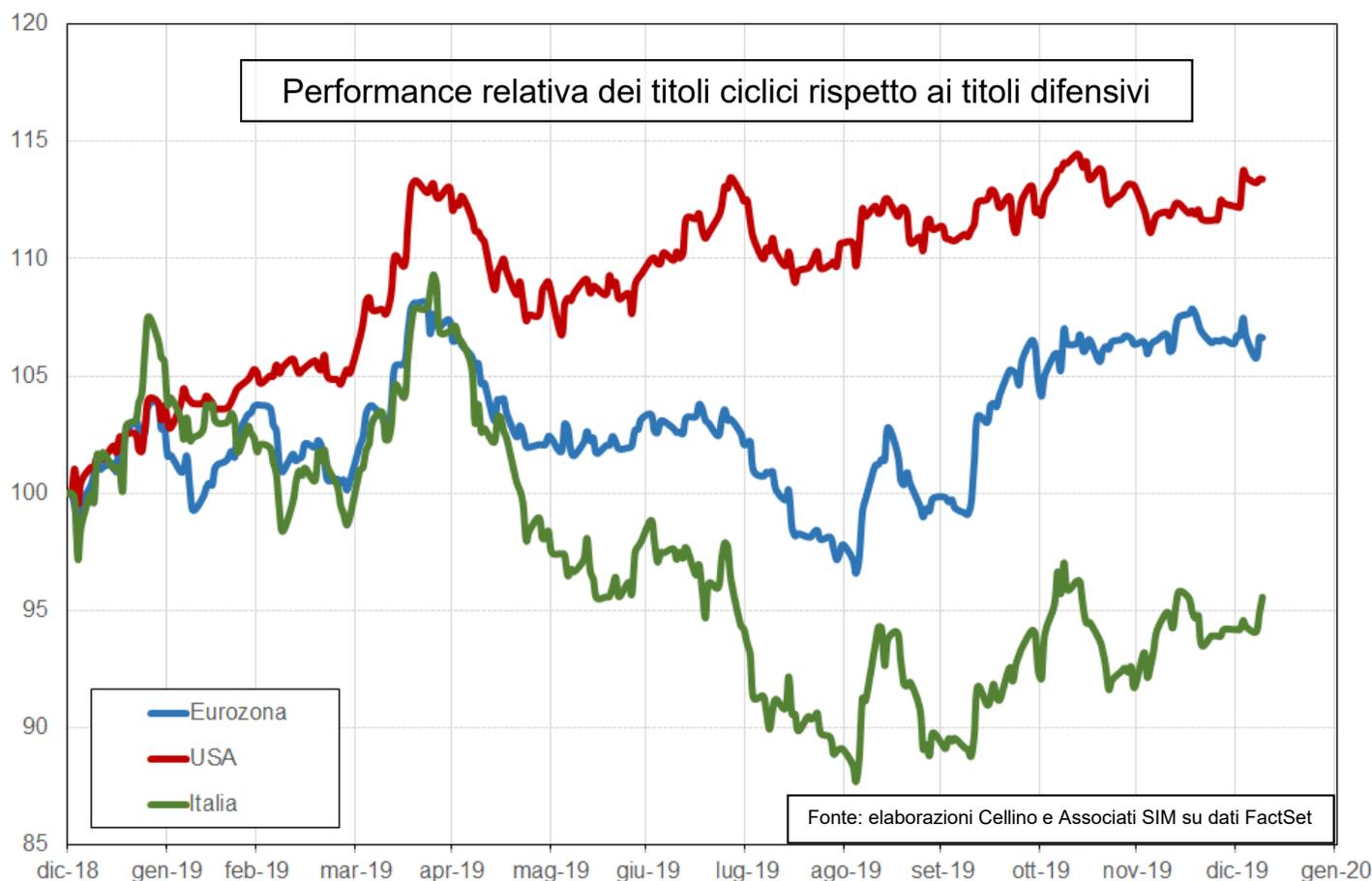
	CAPE al 31/12/2019	Rendimento reale annuo <u>atteso</u> nel lungo periodo (1/CAPE)	Rendimento reale annuo <u>storico</u> (ultimi 40 anni) (*)	Differenza fra rendimento atteso e rendimento storico	Rischio (volatilità annua storica)
Francia	19,8	5,0%	7,6%	-2,5%	23,7%
Germania	15,8	6,3%	7,0%	-0,7%	25,5%
Italia	17,9	5,6%	5,5%	0,1%	28,2%
Spagna	15,0	6,7%	7,8%	-1,2%	24,8%
Svizzera	24,0	4,2%	7,8%	-3,7%	21,5%
Regno Unito	14,1	7,1%	5,7%	1,4%	14,9%
Giappone	20,2	5,0%	4,0%	0,9%	23,1%
USA	30,9	3,2%	8,4%	-5,2%	16,6%

Fonte: Elaborazioni Cellino e Associati SIM su dati FactSet, Shiller

Lo stesso Shiller ha verificato che il CAPE, oscillando attorno alla propria media di lungo periodo per effetto delle variazioni del prezzo (e non dell'utile, come avverrebbe se l'ipotesi di efficienza del mercato fosse verificata), consente di discriminare fra mercati sottovalutati e sopravvalutati, utilizzando come spartiacque il valore medio pari a circa 17 (valido per il mercato USA; per i mercati europei, escluso il Regno Unito, le medie storiche risultano generalmente superiori).

L'inverso del CAPE, il cosiddetto *earnings yield*, rappresenta una buona *proxy* del rendimento atteso di lungo termine che, se confrontato con quello storico, può fornire un ulteriore metro per valutare l'appetibilità dell'investimento in un dato mercato in un'ottica di lungo termine. Come si può osservare nel grafico della pagina precedente e nella tabella sopra, il mercato americano, osservato con la lente del CAPE, risulta piuttosto sopravvalutato. **Più interessanti risultano essere invece alcuni mercati europei ed il Giappone: per un'analisi maggiormente dettagliata di come interpretare le metriche di valutazione negli anni a venire (soprattutto con riferimento all'Eurozona) rimandiamo alle prossime pagine.**

(*) Il dato relativo al rendimento storico del Regno Unito è riferito agli ultimi 30 anni



Da un punto di vista settoriale, ribadiamo l'indicazione fornita l'anno scorso di prediligere i settori ciclici rispetto a quelli difensivi.

Tale indicazione si fondava sul fatto che il ribasso del 2018, scontando timori di recessione, aveva fortemente penalizzato tali settori che, nel caso di tenuta dell'economia, avrebbero avuto ampi margini di recupero.

Riteniamo che tali possibilità di recupero siano ancora consistenti, soprattutto nell'Eurozona, dove, come mostrato dal grafico, i settori ciclici hanno iniziato a sovraperformare solo dalla scorsa estate.

L'obiettivo principale dell'investitore obbligazionario è quello di trarre un reddito dal proprio patrimonio, mentre quello dell'investitore azionario è quello di veder incrementare il proprio capitale. Gli anglosassoni direbbero che l'investitore obbligazionario ricerca lo *yield*, mentre quello azionario punta al *capital gain*. In altre parole, nella scelta di un titolo, il primo guarda soprattutto alla sua cedola, mentre il secondo si concentra sul suo potenziale di apprezzamento.

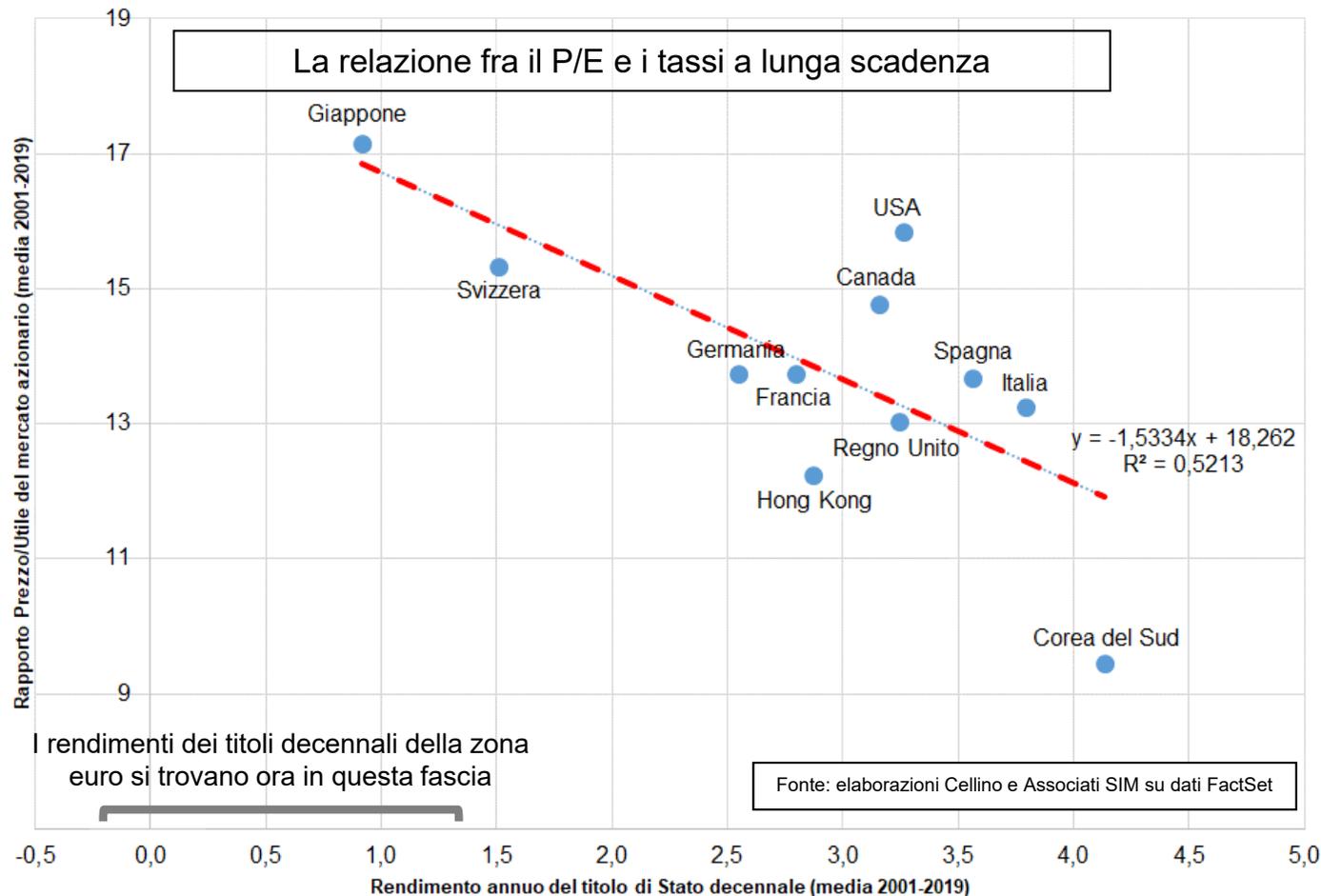
E' stato osservato - con riferimento soprattutto alla zona euro - che negli ultimi anni, per effetto della politica dei tassi a zero, quella che sembrava una distinzione assiomatica si è ribaltata: ora è l'investitore obbligazionario a ricercare il *capital gain*, mentre quello azionario è assai più attento di un tempo allo *yield*.

D'altro canto, chi compra un'obbligazione denominata in euro a tassi negativi non può che sperare di rivenderla, dopo un periodo più o meno lungo, ad un prezzo maggiore: attenderne la scadenza sarebbe infatti una strategia sempre perdente.

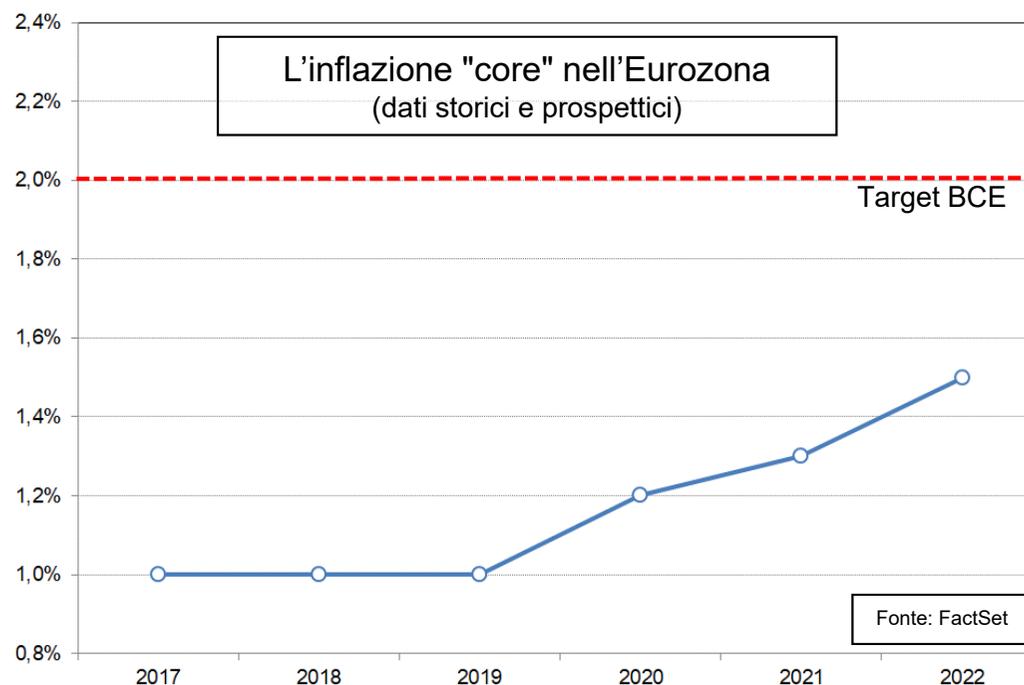
L'inconsueto interesse degli investitori azionari per i dividendi non è invece di immediata giustificazione. Elenchiamo nel seguito quelle che, secondo noi, potrebbero esserne le principali cause:

- il fatto che si stia affacciando al mondo azionario un'ampia schiera di investitori obbligazionari, i quali applicano al nuovo ambito i criteri di scelta caratteristici del mondo di provenienza
- il fatto che, dopo i forti rialzi dei corsi, gli stessi investitori azionari confidino ora più nel dividendo che in ulteriori crescite dei prezzi.

Questo capovolgimento di obiettivi potrebbe avere serie implicazioni sulla struttura dei mercati finanziari: la più rilevante, a nostro giudizio, potrebbe essere rappresentata da **un incremento della volatilità dei mercati obbligazionari ed una contestuale riduzione di quella dei mercati azionari.**



Il grafico mostra l'evidente relazione inversa fra i tassi di interesse a lunga scadenza e il rapporto Prezzo/Utile (calcolato sulle attese dei 12 mesi successivi). Negli ultimi 20 anni, nei paesi in cui si sono osservati tassi di interesse più bassi le azioni hanno quotato con multipli relativamente più elevati, viceversa nei paesi con tassi di interesse più alti. **Come si può osservare, i livelli attuali dei tassi nell'Eurozona giustificerebbero multipli mediamente molto superiori a quelli sperimentati storicamente dai paesi membri.**



E' nostra opinione che nella zona euro i tassi siano destinati a permanere su livelli straordinariamente bassi ancora per molto tempo, opinione suffragata dalle dichiarazioni di Christine Lagarde, presidente della BCE, oltre che dall'evidenza che l'abbandono della politica dei tassi zero condurrebbe all'implosione della moneta unica.

Al proposito, ricordiamo il profetico articolo, apparso nel 2007 sul *Cambridge Journal of Economics* a firma di W. Godley e M. Lavoie, da noi più volte citato in passato, nel quale si affermava che un'unione monetaria senza unione fiscale necessita di un flusso continuo di acquisti di titoli del debito pubblico dei paesi periferici da parte della banca centrale che, in sostituzione dei trasferimenti fiscali, si contrapponga agli inevitabili squilibri di bilancia dei pagamenti. Dunque, fino a quando non si raggiungerà una solida unione fiscale fra i paesi aderenti all'euro, la BCE sarà costretta ad acquistare titoli del debito pubblico, come peraltro giustificato dal persistente scollamento dell'inflazione dal target statutario di politica monetaria.

«Il mercato può rimanere irrazionale più a lungo di quanto tu possa restare solvente»
J.M. Keynes

Certamente tassi nulli o negativi rientrano a buon diritto nel novero di ciò che può essere considerato irrazionale, ma, sino a quando questa anomalia non rientrerà, il livello al quale collocare la corretta valutazione di un mercato azionario dell'eurozona deve essere fissato ben al di sopra di quanto sino a ieri veniva considerato corretto.

Siamo di fronte ad un cambiamento di paradigma?

Probabilmente no: se la politica europea troverà la strada per completare l'unione fiscale, in futuro i mercati obbligazionari dell'eurozona torneranno ad esprimere rendimenti in linea con quelli passati, e dunque i multipli azionari torneranno ad oscillare attorno alle proprie medie storiche. Tuttavia, come detto, riteniamo che il tempo necessario affinché questo ritorno alla normalità si realizzi, potrà essere assai lungo.

Al proposito, ricordiamo la celebre affermazione di Keynes riportata in cima alla pagina, con la quale l'economista inglese invitava ad essere cauti nello speculare contro l'irrazionalità del mercato, perché questa può durare molto a lungo.

Ci permettiamo di integrare l'invito di Keynes per adattarlo alla peculiare situazione europea, osservando che, quando l'irrazionalità del mercato è costruita ad arte dalla Banca centrale, **questa persisterà sino a quando la Banca centrale lo vorrà.**

Cosa significa tutto ciò?

Dal punto di vista pratico, il fatto che i mercati oscillino attorno a livelli di equilibrio più alti di quanto storicamente sperimentato, significa che gli attuali livelli di valutazione devono essere considerati assai più interessanti di quello che potrebbe derivare dal confronto con le medie storiche e che eventuali correzioni dovrebbero rivelarsi relativamente contenute.

Asset Allocation azionaria internazionale

Area geografica	Giudizio
Europa	POSITIVO
Francia	POSITIVO
Germania	POSITIVO
Italia	POSITIVO
Spagna	POSITIVO
Regno Unito	POSITIVO
Svizzera	NEGATIVO
Giappone	POSITIVO
Paesi Emergenti	POSITIVO
USA	NEGATIVO

Fonte: Cellino e Associati SIM

Un paniere di azioni europee

Azione	Paese	Settore
Atos	Francia	Tecnologia
Danone	Francia	Alimentare
Essilor Luxottica	Francia	Salute
Engie	Francia	Utilities
Iliad	Francia	Telecomunicazioni
Publicis Groupe SA	Francia	Media
Thales	Francia	Industriale
Total	Francia	Petrolifero
Allianz	Germania	Assicurazioni
Alstria	Germania	Finanziari
Bayer	Germania	Salute
Fresenius Medical Care	Germania	Salute
Henkel	Germania	Beni di consumo
Porsche	Germania	Auto
Siemens	Germania	Industriale
Volkswagen	Germania	Auto
British Petroleum	Regno Unito	Petrolifero
British Telecom	Regno Unito	Telecomunicazioni
Rio Tinto	Regno Unito	Materie prime
Inditex	Spagna	Beni di consumo
Repsol	Spagna	Petrolifero
Comp. Fin. RICHEMONT	Svizzera	Beni di consumo
Novartis	Svizzera	Salute

Fonte: Cellino e Associati SIM

I titoli del paniere sono selezionati sulla base di una logica *bottom up*, che privilegia i titoli maggiormente sottovalutati secondo un modello di valutazione fondamentale. In alcuni casi, sulla base dei dati storici, si sono privilegiati titoli caratterizzati da un'elevata sostenibilità dei dividendi e, sia pure in un contesto di diversificazione settoriale, si sono preferiti i comparti maggiormente ciclici.

Asset Allocation azionaria Italia

Azione	Settore	Peso	Settore	Peso FTSE MIB	Peso portaf. consigliato	Diff.
Banca IFIS	Banche	2,0%	Banche	24,0%	27,0%	+3,0%
Intesa Sanpaolo	Banche	12,5%	Utilities	22,6%	20,5%	-2,1%
Unicredit	Banche	12,5%	Petroliero	10,2%	10,0%	-0,2%
ENEL	Utilities	15,0%	Industriale	8,8%	15,5%	+6,7%
SNAM	Utilities	3,0%	Auto	9,5%	7,0%	-2,5%
Terna	Utilities	2,5%	Assicurazioni	8,3%	10,0%	+1,7%
ENI	Petroliero	10,0%	Tecnologia	4,3%	0,0%	-4,3%
Autostrada TO-MI	Industriali	2,0%	Finanziari	2,6%	0,0%	-2,6%
BIESSE	Industriali	2,0%	Salute	2,5%	0,0%	-2,5%
CNH	Industriali	2,5%	Beni di consumo	2,3%	4,0%	+1,7%
Datalogic	Industriali	2,0%	Materie prime	1,3%	2,0%	+0,7%
Leonardo	Industriali	2,5%	Telecomunicazioni	1,6%	2,0%	+0,4%
Prima Industrie	Industriali	2,0%	Alimentari	1,2%	0,0%	-1,2%
Prysmian	Industriali	2,5%	Costruzioni	0,4%	2,0%	+1,6%
Brembo	Auto	2,0%	Tempo libero	0,2%	0,0%	-0,2%
FCA	Auto	5,0%				
Assicurazioni Generali	Assicurazioni	10,0%				
De' Longhi	Beni di consumo	2,0%				
OVS	Beni di consumo	2,0%				
Tenaris	Materie Prime	2,0%				
Telecom Italia	Telecomunicazioni	2,0%				
Buzzi Unicem	Costruzioni	2,0%				

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.

Tale selezione è integrata da un approccio *top down*, attraverso il quale quest'anno si è scelto di privilegiare alcuni settori ciclici (industriali e costruzioni) ed alcuni titoli di media/piccola capitalizzazione.

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