



Strategia d'investimento

- Indicatori dell'Asset Allocation
- Strategia d'investimento
(asset classes, valute, duration obbligatorie)

STRATEGIA D'INVESTIMENTO

Indicatori dell'asset allocation

Indicatore	Situazione attuale	Aspettative tra 3 mesi
Congiuntura	Ripresa	Crescita moderata
ISM index (USA)	in ribasso	consolidamento
Consumer confidence (USA)	in ribasso	in ripresa
PMI index (Euroland)	in ribasso	consolidamento
Condizioni monetarie	Neutrali	Favorevoli
Liquidità (M2/M3)	crescita debole	crescita debole
Yield curve	regolare	movimento laterale
Corporate spread	legg. aumento	stabile
Valutazione azioni	Attrattiva	
P/E	attraattivo	
Earnings yield gap	sottovalutato	
Dinamica degli utili	In rallentamento	In rallentamento
EPS momentum	consolidamento	consolidamento
Sentimento	Positivo	
Indice VIX (volatilità)	forte rialzo	
Bear ratio	forte rialzo	

Strategia d'investimento

I dati economici pubblicati nelle ultime settimane hanno confermato che l'economia statunitense e degli altri paesi sviluppati è in fase di rallentamento. Il downgrade del rating sul debito americano da parte di S&P è un avvertimento ai politici di iniziare a collaborare, al di là degli steccati ideologici e di proporre una soluzione credibile ed efficace sulla riduzione del deficit pubblico. Questo porterà con sé un'ulteriore riduzione della crescita economica, in quanto lo Stato dovrà tagliare i suoi costi, in particolare su sanità, spese militari e affrontare il nodo pensioni, con la conseguenza di diminuire la propensione al consumo delle famiglie che saranno più inclini a risparmiare.

Alla luce dell'incertezza sulle prossime mosse dei detentori del debito statunitense (Cina), non ne suggeriamo l'acquisto. Tuttavia, è possibile che in mezzo all'attuale tormenta gli investitori ricerchino le obbligazioni statali, quale investimento sicuro. Sulla duration non crediamo di dover cambiare rotta, in quanto la parte centrale della curva non offre un profilo rischio/rendimento allettante. Sicuramente, in questo periodo di molte incertezze, il debito corporate, al di là di quello di alta qualità, può essere colpito da una marcata volatilità, tanto da generare una certa oscillazione nel rendimento dei portafogli. Consigliamo, soprattutto in caso di esposizioni eccessive, una loro riduzione, in un'ottica di limitare il rischio (iniziata da tempo nei nostri portafogli).

La borsa americana ha infine capitolato, dopo aver tenuto a ridosso dei massimi sull'anno, perdendo in poche sedute il 15% e trascinando al ribasso i listini internazionali. Tecnicamente, il primo supporto è a 1100 sull'indice S&P 500, poi sopra 1040. Vista la situazione di ipervenduto, le borse potrebbero rimbalzare, ma alla luce delle tante problematiche sul terreno, non crediamo che i mercati azionari possano riprendere un trend convincente al rialzo. Di conseguenza, consigliamo di ridurre, anche tramite futures, l'esposizione azionaria e di operare solo in un'ottica tattica. Gli investitori hanno anticipato, un peggioramento nelle prospettive congiunturali e un taglio degli utili aziendali. Le valutazioni delle società sono interessanti, ma la dimensione macro ha e avrà per il momento il sopravvento.

Sui profili franco svizzero manteniamo aperta l'esposizione in EUR e TRY per un totale del 13%. Dato il continuo apprezzamento del franco svizzero manteniamo la protezione data dall'acquisto di una euro PUT. Per i portafogli denominati in dollari USA riduciamo l'esposizione, passando dal 15% al 4%, interamente diversificata contro la lira turca. Anche sui profili euro, riduciamo l'esposizione fino al 3%, diversificata anch'essa interamente contro la lira turca.



STRATEGIA D'INVESTIMENTO

Asset Classes

Asset Classes	Strategia	Cambiamento
Liquidità *)	😊	↑
Obbligazioni	😞	→
Azioni	😞	↓
Strumenti alternativi	😞	→

*) Parte della liquidità può essere investita in operazioni tattiche (di trading) su attivi più rischiosi, prevalentemente azioni

Valute

Valute	Strategia	Cambiamento
Euro	😞	→
Dollaro USA	😞	→
Franco svizzero	😞	→
Altre *)	😊	→

*) Lira turca, rublo, peso messicano, yuan

Duration segmento reddito fisso

Valute	Duration consigliata	Breve (<2 anni)	Medio (2-5 anni)	Lungo (>5 anni)
Euro	2.75	😊😊	😞😞	😞
<i>Cambiamento</i>		→	→	→
Dollaro USA	2.75	😊😊	😞😞	😞
<i>Cambiamento</i>		→	→	→
Franco svizzero	2.75	😊😊	😞😞	😞
<i>Cambiamento</i>		→	→	→

Legenda:

- fortemente sovraponderare = 😊😊

- sovraponderare = 😊

- neutrale = 😞

- sottoponderare = 😞

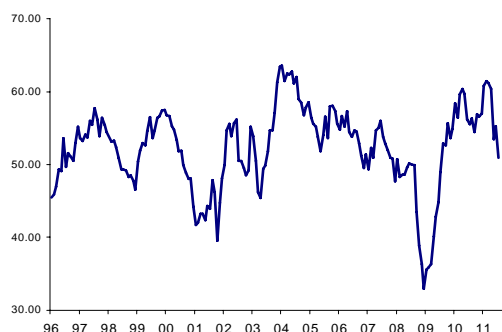
- fortemente sottoponderare = 😞😞

Cambiamento rispetto alla situazione precedente : ↑ → ↓



Primo indicatore: la congiuntura

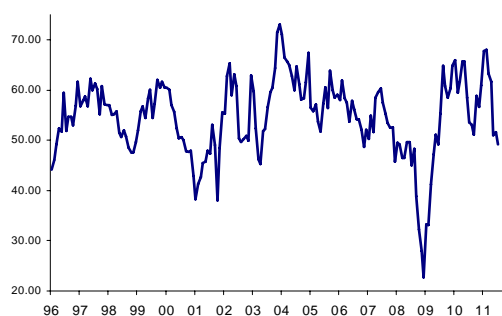
USA: ISM Index



Fonte: Bloomberg

L'indice ISM (inchiesta sulle prospettive economiche effettuata tra i direttori agli acquisti statunitensi) è sceso di 4.4 punti, confermando il momento di debolezza dell'economia americana. Forti contrazioni nelle componenti occupazione, tempi di fornitura e scorte. Con questo dato ci avviciniamo pericolosamente a quota 50, spartiacque tra crescita e contrazione dell'attività manifatturiera.

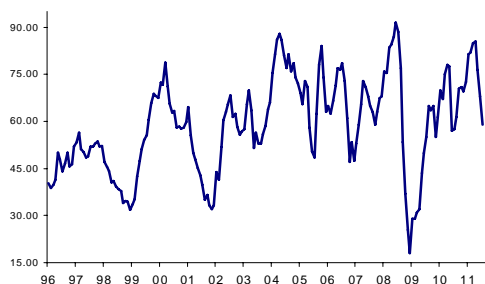
USA: ISM Index – Componente nuovi ordini



Fonte: Bloomberg

I nuovi ordini sono scesi per la prima volta negli ultimi 2 anni al di sotto di 50. Nei prossimi mesi l'andamento di questa componente è da monitorare con attenzione, in quanto ci dirà molto sul futuro della congiuntura. Un rimbalzo è necessario per fugare i dubbi di un possibile ritorno in recessione.

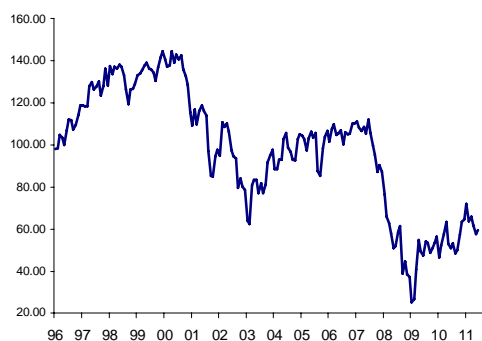
USA: ISM Index - Componente prezzi



Fonte: Bloomberg

L'unica nota positiva nella pubblicazione ISM è rappresentata dalla discesa della componenti prezzi che era arrivata, sull'onda dell'aumento delle quotazioni delle materie prime, a essere un pericolo importante per i margini operativi delle aziende.

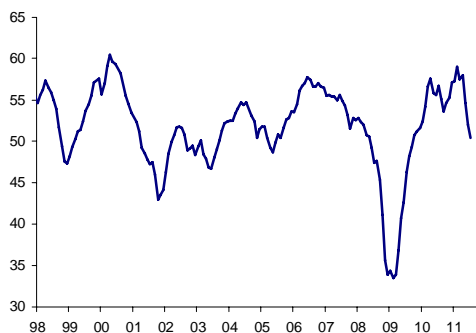
USA: Fiducia del consumatore



Fonte: Bloomberg

La fiducia del consumatore è a sorpresa aumentata a luglio, anche perché stilata prima dell'aggravarsi della situazione sui mercati finanziari. La discesa delle quotazioni del greggio e dei suoi derivati sono all'origine del movimento. Resta invariato il quadro strutturale con la deficitaria salute del mondo del lavoro e il prezzo degli immobili che non riesce a trovare il bottom. Di conseguenza, il consumo privato non potrà dare il suo contributo alla crescita come in passato.

Eurolandia: PMI Index



Fonte: Bloomberg

Il PMI manifatturiero della zona euro è vicino alla quota fatidica di 50 (50.4). È il dato più basso degli ultimi due anni, a causa della componente nuovi ordini che è scesa a 47.6. Probabilmente le società sono riluttanti a piazzare ordinativi, in ragione delle tante incertezze sul tappeto che rendono difficile prevedere il livello della domanda. Continua l'estrema debolezza della Spagna e il momento negativo dell'Italia. Ma anche la Germania ha registrato un forte rallentamento nelle nuove ordinazioni. Le prospettive per il terzo trimestre vengono di conseguenza ridimensionate.

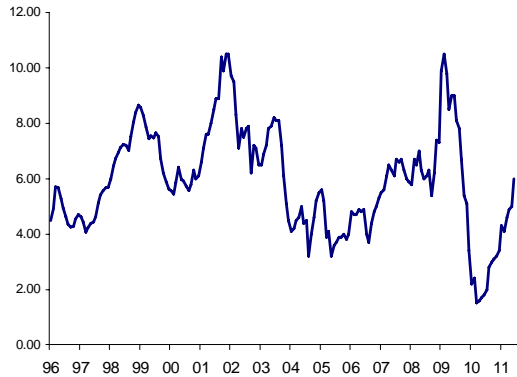
Prospettive sulla crescita economica

I dati economici pubblicati nelle ultime settimane hanno confermato che l'economia statunitense e degli altri paesi sviluppati è in fase di rallentamento. Il downgrade del rating del debito americano da parte di S&P è un avvertimento ai politici di iniziare a collaborare, al di là degli steccati ideologici e di proporre una soluzione credibile ed efficace sulla riduzione del deficit pubblico. Questo porterà con sé un'ulteriore riduzione della crescita economica, in quanto lo Stato dovrà tagliare i costi, in particolare su sanità, spese militari e affrontare il nodo pensioni, con la conseguenza di diminuire la propensione al consumo delle famiglie che saranno più inclini a risparmiare. Per il momento è difficile concludere se cadremo nuovamente in recessione, ma le possibilità sono sicuramente aumentate. Di sicuro, non vedremo la ripresa che sembrava possibile, soprattutto dopo un aumento superiore delle attese nelle vendite societarie nel secondo trimestre che faceva sperare nella ripartenza del ciclo virtuoso: più investimenti, più occupazione e più consumo.

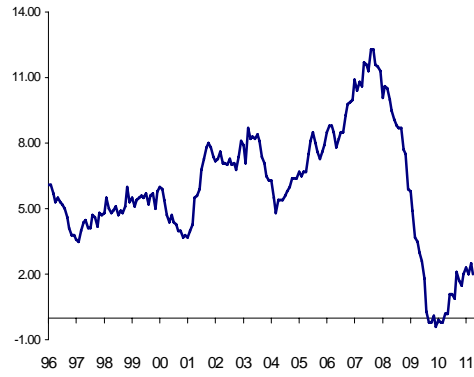
Secondo indicatore: condizioni monetarie

A) Massa monetaria

USA: M2 (crescita annuale)



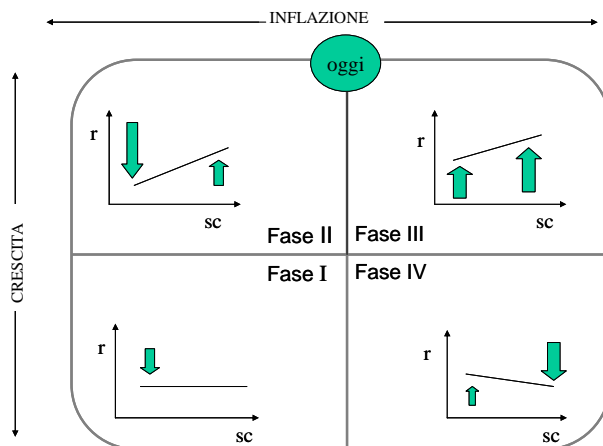
Eurolandia: ECB M3 (crescita annuale)



Fonte: Bloomberg

La crescita della massa monetaria europea e l'espansione del credito hanno subito una pausa, dopo il dato incoraggiante di maggio. Crediamo che questa battuta d'arresto non pregiudichi il trend di moderata crescita della M3, anche perché la rilevazione del dato è avvenuta subito dopo l'aumento dei tassi d'interesse da parte della BCE.

B) Scenario economico e Yield curve

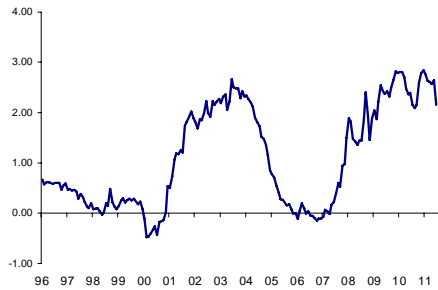


Il susseguirsi delle pubblicazioni di dati negativi sull'andamento della congiuntura ha definitivamente sancito la fine delle preoccupazioni sull'inflazione (in parte anche nei paesi asiatici), mentre è montata la paura nei confronti di un indebolimento della crescita del PIL, non solo in Europa, ma anche nei paesi emergenti. Negli ultimi anni abbiamo sempre considerato esagerati i timori di focolai inflazionistici, in quanto la visione puramente monetarista (più massa monetaria, tanta inflazione) era ed è da relativizzare, di fronte ai problemi di crescita di tutto il mondo sviluppato.

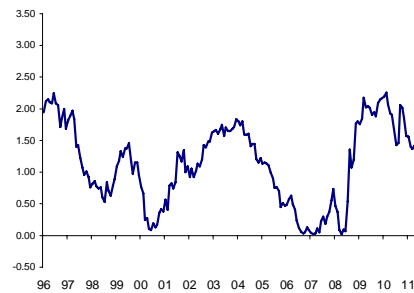
Utilizziamo quest'indicatore, in quanto esiste una chiara relazione tra lo scenario economico, espresso in crescita congiunturale e inflazione, con l'inclinazione della yield curve e l'andamento del mercato azionario. In questo contesto, la yield curve è definita come la differenza tra i rendimenti delle obbligazioni a 10 anni e i tassi d'interesse a due anni. Possiamo definire quattro fasi del ciclo congiunturale, a cui corrispondono quattro forme della curve dei rendimenti.

Yield Curve (differenza rendimento obbl. 10 – 2 anni)

Stati Uniti



Eurolandia



Fonte: Bloomberg

Alla luce dell'incertezza sulle prossime mosse dei detentori del debito statunitense (Cina), non ne suggeriamo l'acquisto. Tuttavia, è possibile che in mezzo alla tempesta attuale gli investitori ricerchino le obbligazioni statali, quale investimento sicuro. Sulla duration non crediamo per il momento di dover cambiare rotta, in quanto la parte centrale della curva non offre un profilo rischio/rendimento allettante.

C) Obbligazioni: corporate spread

Credit spread obbligazioni corporate in EUR



Fonte: Bloomberg

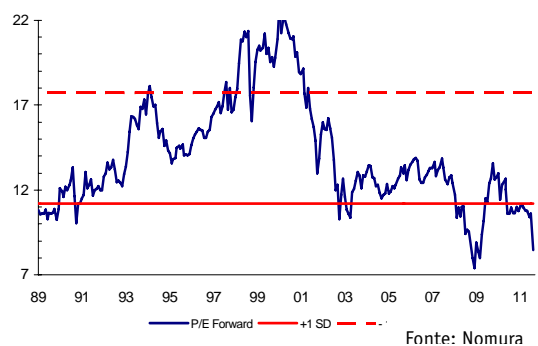
In questo periodo di molte incertezze, il debito corporate, al di là di quello di alta qualità, può essere colpito da una marcata volatilità, tanto da generare una certa oscillazione nel rendimento dei portafogli. Consigliamo, soprattutto in caso di esposizioni eccessive, una loro riduzione.

Terzo indicatore: la valutazione dei mercati azionari

USA: P/E prospettico 12 mesi



Europa: P/E prospettico 12 mesi



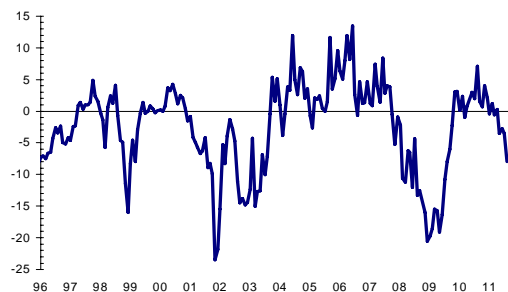
I multipli di valutazione sono stati messi sotto pressione dalla crisi del debito e dai timori di un mercato rallentamento economico. Gli investitori in periodo di crisi richiedono un premio di rischio maggiore per detenere azioni. Il P/E del mercato statunitense si sta avvicinando al livello più basso registrato durante la crisi del 2008, quello europeo non è lontano. Al momento le valutazioni scontano un pessimo scenario di crescita degli utili aziendali. Solo con un piano convincente di risoluzione delle problematiche del debito e del deficit pubblico, si potrà tornare a vedere un trend duraturo di espansione del P/E.

Quarto indicatore: la dinamica degli utili (EPS Momentum)

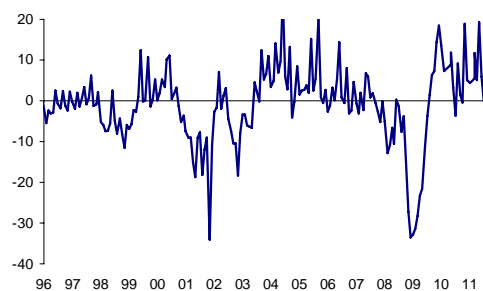
L'EPS Momentum europeo è scivolato abbondantemente in territorio negativo. Le pubblicazioni delle trimestrali sono risultate in Europa poco convincenti e le previsioni per i prossimi trimestri, fornite dalle società hanno aggiunto incertezza. Si è anche riscontrato in generale un aumento delle aziende che a causa del momento congiunturale non hanno rilasciato stime, causando un approccio più conservativo nell'elaborazione delle stime degli utili da parte degli analisti. Negli Stati Uniti le aziende hanno nella stragrande maggioranza battuto le stime, con convincenti aumenti dei margini operativi e di fatturato. Tuttavia, come da tempo sottolineiamo, le previsioni congiunturali più contenute porteranno anche negli Stati Uniti alla diminuzione delle stime degli utili.

Definizione: l'EPS momentum indica il cambiamento della previsione degli utili aziendali nel tempo ed è espresso a lato come numero di revisioni degli utili al rialzo meno quelle al ribasso, il tutto diviso per il numero totale delle stime.

Europa: EPS Momentum



USA: EPS Momentum

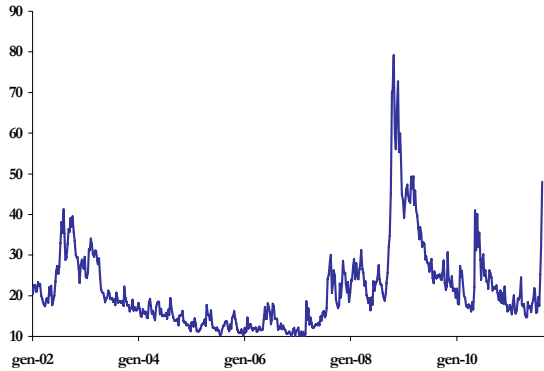


Fonte: Nomura



Quinto indicatore: il sentimento

Indice VIX (volatilità) sul CBOE

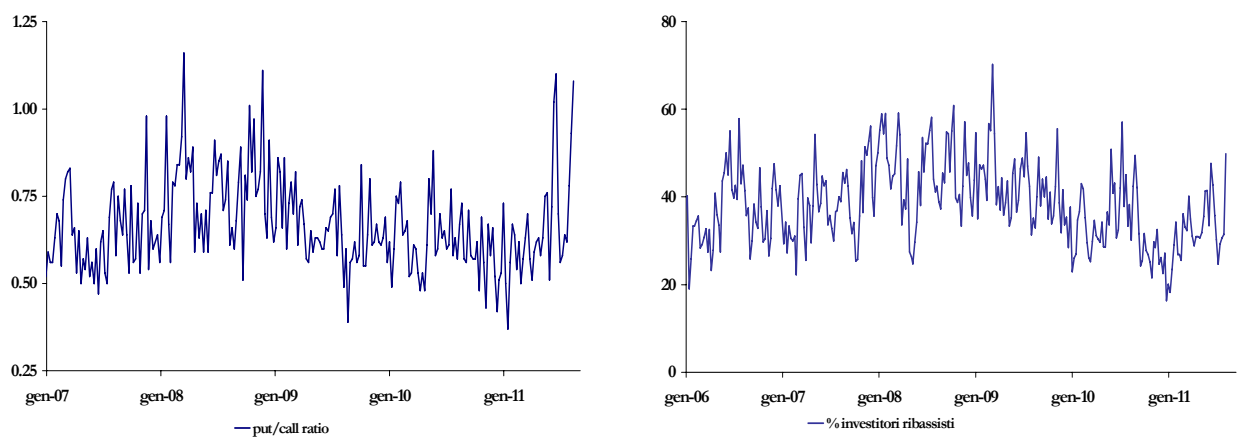


Malgrado che il problema del debito sovrano in Europa sia nel mirino degli investitori da più mesi, solo quando le trattative sull'innalzamento del tetto massimo dell'indebitamento statale americano sono entrate nel vivo, la volatilità ha offerto un balzo deciso al rialzo. I livelli attuali sono elevati e confermano la posizione di ipervenduto di breve degli indici azionari, ma la gravità delle problematiche sul tappeto ci permettono solo di sperare in un rimbalzo momentaneo delle borse (quantomeno dal punto di vista del sentimento degli investitori).

L'indice VIX riflette una stima della volatilità futura dell'S&P 500, basata su media ponderata della volatilità implicita di diverse sue opzioni (differenti strikes e scadenze). La linea tratteggiata corrisponde all'indice S&P 500, da notare che ad alti valori del VIX è seguito un movimento della borsa al rialzo.

Fonte: Bloomberg

Put/Call Ratio e Investitori Bear sul mercato azionario statunitense



Fonte: Bloomberg

Sia la percentuale di investitori ribassisti che il rapporto put/call confermano il panico che domina sui mercati finanziari. Come menzionato nel paragrafo precedente, questa condizione potrebbe essere da preludio a un rimbalzo di breve.

Il put/call ratio è ottenuto dividendo il numero del volume delle opzioni put con quello dei call. Un eccesso verso l'alto indica negativismo da parte degli investitori e un possibile rimbalzo del mercato azionario. Un valore basso può preludere a un movimento al ribasso. L'indicatore investitori bear mostra la percentuale di operatori ribassisti nell'ottica di 6 mesi. Un valore alto è associato con un pessimismo elevato sull'andamento borsistico.

