



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	Crescita mondiale moderata	Crescita moderata
ISM index (USA)	stabile	rimbalzo
Consumer confidence (USA)	al rialzo	in ripresa
PMI index (Euroland)	stabile	debole
Condizioni monetarie	Neutrali	Neutrali
Liquidità (M2/M3)	crescita minima in EU	crescita debole
Yield curve	stabile	movimento laterale
Corporate spread	stabile	stabile
Valutazione azioni	Attrattiva	
P/E	attrattivo	
Earnings yield gap	sottovalutato	
Dinamica degli utili	In discesa	Stabilizzazione
EPS momentum	consolidamento	consolidamento
Sentimento	Neutro	
Indice VIX (volatilità)	al ribasso	
Bear ratio	in discesa	

Strategia d'investimento

Al di là dell'emotività del momento, Draghi ha sottolineato la sua intenzione di cooperare con EFSF e ESM per arrivare all'acquisto del debito dei paesi con uno spread decisamente troppo elevato. La posizione della Bce è che i paesi più colpiti debbano richiedere formalmente l'aiuto dell'Europa e accettare le condizioni imposte dall'Europa. La Bce ha ribadito che gli Stati devono comunque continuare negli sforzi di ridurre il debito e applicare le riforme strutturali necessarie. La palla passa quindi alla Spagna che non può sopravvivere a lungo con i tassi d'interesse che gli sta imponendo il mercato. La Germania è sicuramente interessata a salvare l'euro, ma chiaramente vuole maggiore voce in capitolo sulle decisioni di politica finanziaria spagnola.

Negli Stati Uniti si rumoreggia di un nuovo round di quantitative easing, visti che i dati economici pubblicati, malgrado una creazione di posti di lavoro sopra le attese, sono alquanto fiacchi.

La politica d'investimento sulle obbligazioni governative di qualità, rimane invariata. Il bund ha consolidato solo marginalmente e resta a rischio correzione. Confermiamo la strategia di duration corta, in quanto la parte centrale della curva dei rendimenti offre un rischio/rendimento non allettante. Con i rendimenti dei governativi ai minimi e l'ottima qualità dei bilanci societari, le emissioni corporate, al di fuori del settore finanziario, sono ancora essere accumulare.

Negli ultimi mesi si è passati da una quota azionaria dell'8% al 18%, per poi prendere profitto e aumentarla ancora nelle ultime settimane. Il 16 attuale è una percentuale consona alla situazione odierna, ma dobbiamo essere attenti a cogliere i segnali che ci offrirà il mercato. Restiamo convinti che un peso strutturale troppo elevato non rispecchia le attuali condizioni e preferiamo mantenere la massima flessibilità.

Luglio è stato caratterizzato dalla difesa dell'euro da parte delle autorità politiche europee e della BCE. In seguito a quanto affermato il mercato attendeva, nella conferenza stampa del 2 agosto, dettagli sulle misure che però saranno decise solamente a settembre. Questo episodio ha creato grandi turbolenze sugli euro cross che, contro la coppia divise EUR/USD ha visto sfiorare un massimo di 1.2450 e un minimo di 1.2050.

La diversificazione del portafoglio CHF ha visto la presa di profitto sulla lira turca e sul dollaro sudafricano, l'apertura del 7% di USD e il raddoppio dell'esposizione in peso messicano (3%).

Il portafoglio USD chiude le esposizioni in rupia indonesiana, lira turca e dollaro sudafricano. Nei portafogli denominati in euro, riduciamo esposizione contro CHF portandola al 2%, riapriamo in area 16.2650 l'esposizione verso MXN del 3% e manteniamo invariata la quota di USD al 7.50%.



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	😊	→

Duration segmento reddito fisso

Valute	Duration consigliata	Breve (<2 anni)	Medio (2-5 anni)	Lungo (>5 anni)
Euro	1.45	😊😊	😞😞	😞
<i>Cambiamento</i>		→	→	→
Dollaro USA	1.45	😊😊	😞😞	😞
<i>Cambiamento</i>		→	→	→
Franco svizzero	2.10	😊😊	😞😞	😞
<i>Cambiamento</i>		→	→	→

Legenda:

- fortemente sovraponderare = 😊😊

- sovraponderare = 😊

- neutrale = 😐

- sottoponderare = 😞

- fortemente sottoponderare = 😞😞

Cambiamento rispetto alla situazione precedente : ↑ → ↓



Primo indicatore: la congiuntura

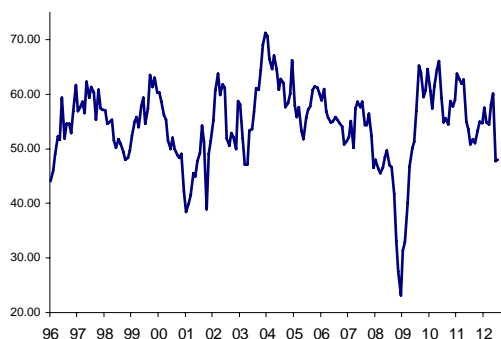
USA: ISM Index



Fonte: Bloomberg

L'indice ISM (inchiesta sulle prospettive economiche effettuata tra i direttori agli acquisti statunitensi) è rimasto sotto quota 50. È il secondo mese consecutivo e segnala come l'industria manifatturiera sia in un periodo di stanca. Le componenti produzione e occupazione si mantengono sopra il livello di 50, ma i nuovi ordini si attestano a 48, solo marginalmente in aumento rispetto al mese precedente.

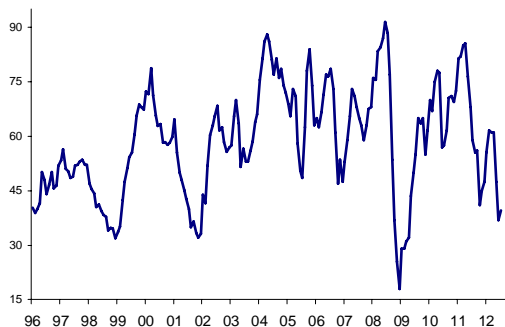
USA: ISM Index – Componente nuovi ordini



Fonte: Bloomberg

La componente nuovi ordini, la più pesante nell'indice generale, è ancora debole e non è in sintonia con una ripresa ciclica dell'industria. I prossimi mesi saranno decisivi per constatare se la tendenza attuale possa essere smentita e si possa ritornare a parlare di crescita. Questo dato avvicina un nuovo intervento di quantitative easing da parte della Fed.

USA: ISM Index - Componente prezzi



Fonte: Bloomberg

La componente prezzi è salita leggermente, ma da bassi livelli. Questa componente non desta per il momento nessun preoccupazione per la redditività delle aziende statunitensi.

USA: Fiducia del consumatore



Fonte: Bloomberg

La fiducia del consumatore americano è salita per la prima volta negli ultimi 5 mesi. Alla base della variazione la convinzione degli americani in un miglioramento del mondo del lavoro più avanti nell'anno. L'atteggiamento più positivo è dovuto alla riduzione del prezzo della benzina e al costante leggero miglioramento del mercato immobiliare. Il consumatore statunitense è molto reattivo alle quotazioni della benzina e cambia atteggiamento nelle spese in funzione di esse. Il recente aumento dei derivati del petrolio potrebbero però ribaltare la situazione.

Eurolandia: PMI Index



Fonte: Bloomberg

Il PMI manifatturiero della zona euro continua a dimostrare debolezza. D'altronde le problematiche che affliggono il Vecchio continente sono sotto l'occhio di tutti. Fino all'annuncio di una soluzione credibile per il debito sovrano, accompagnata da misure cicliche e strutturali a sostegno della crescita economica, difficilmente potremmo assistere a dati migliori per l'Europa periferica.

Prospettive sulla crescita economica

Le recenti affermazioni di Mario Draghi avevano creato alte aspettative sull'evento. Il mercato si aspettava dettagli su misure che avrebbero dovuto essere introdotte a breve. Al di là dell'emotività del momento, Draghi ha sottolineato la sua intenzione di cooperare con EFSF e ESM per arrivare all'acquisto del debito dei paesi con uno spread decisamente troppo elevato. La posizione della Bce è che i paesi più colpiti debbano richiedere formalmente l'aiuto dell'Europa e accettare le condizioni imposte dall'Europa. La Bce ha ribadito che gli Stati devono comunque continuare negli sforzi di ridurre il debito e applicare le riforme strutturali necessarie.

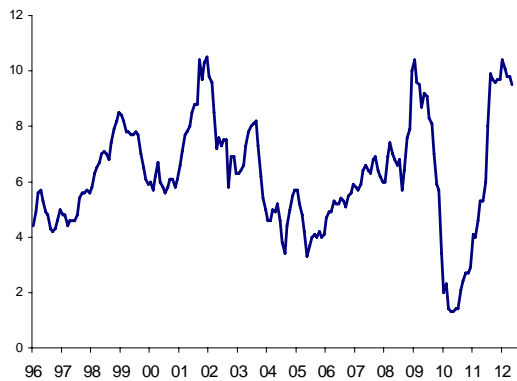
La palla passa quindi alla Spagna che non può sopravvivere a lungo con i tassi d'interesse che gli sta imponendo il mercato. La Germania è sicuramente interessata a salvare l'euro, ma chiaramente vuole maggiore voce in capitolo sulle decisioni di politica finanziaria spagnola.

Negli Stati Uniti si rumoreggia di un nuovo round di quantitative easing, visti che i dati economici pubblicati, malgrado una creazione di posti di lavoro sopra le attese, sono alquanto fiacchi.

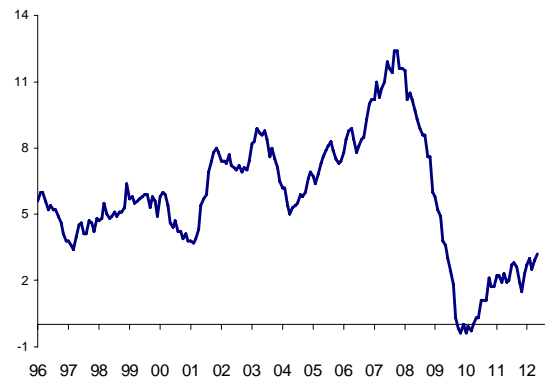
Secondo indicatore: condizioni monetarie

A) Massa monetaria

USA: M2 (crescita annuale)



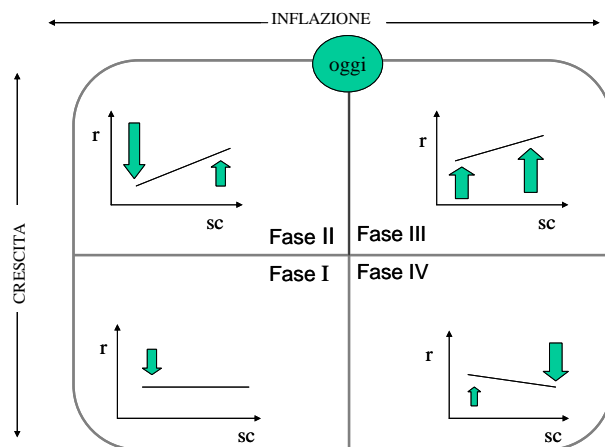
Eurolandia: ECB M3 (crescita annuale)



Fonte: Bloomberg

La massa monetaria europea cresce a ritmi minimi. La difficoltà risiede sempre nella anemica concessione di credito nei paesi dell'Europa mediterranea. Si attendono nuove misure da parte delle Bce, al fine di sbloccare questa situazione.

B) Scenario economico e Yield curve

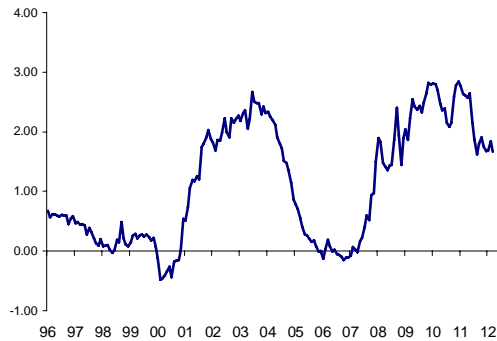


Da tempo immemore siamo dell'opinione che la crescita è il vero problema del mondo occidentale e anche nei prossimi mesi non vediamo il pericolo che l'inflazione possa manifestarsi in modo prorompente. Questo non vuol dire che i rendimenti a lungo non debbano salire, ma non prevediamo una loro esplosione, anche in presenza di politiche monetaria particolarmente aggressive.

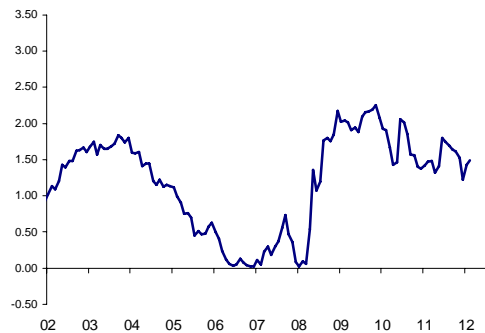
Utilizziamo quest'indicatore, in quanto esiste una chiara relazione tra lo scenario economico, espresso in crescita congiunturale e inflazione, con l'inclinazione della yield curve e l'andamento del mercato azionario. In questo contesto, la yield curve è definita come la differenza tra i rendimenti delle 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

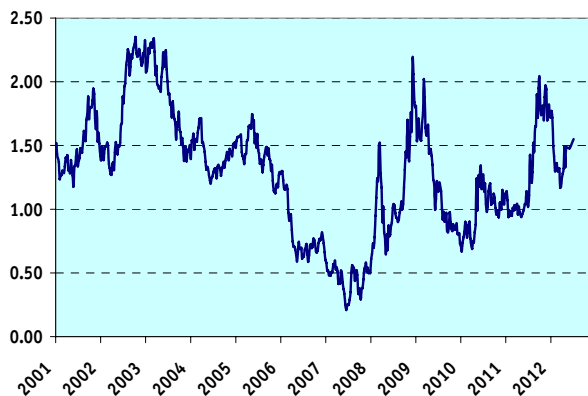


Fonte: Bloomberg

La politica d'investimento sulle obbligazioni governative di qualità, rimane invariata. Il bund ha consolidato solo marginalmente e resta a rischio correzione. Confermiamo la strategia di duration corta, in quanto la parte centrale della curva dei rendimenti offre un rischio/rendimento non allettante.

C) Obbligazioni: corporate spread

Credit spread obbligazioni corporate in EUR

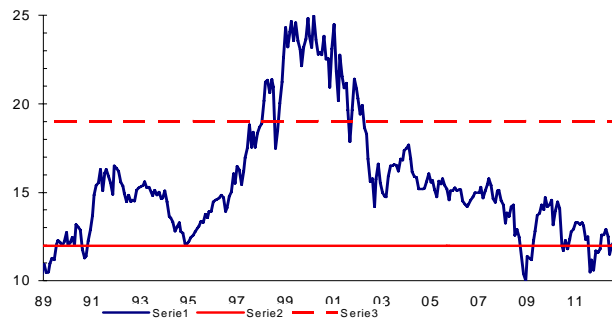


Con i rendimenti dei governativi ai minimi e l'ottima qualità dei bilanci societari, le emissioni corporate, al di fuori del settore finanziario, sono ancora essere accumulare.

Fonte: Bloomberg

Terzo indicatore: la valutazione dei mercati azionari

USA: P/E prospettico 12 mesi



Europa: P/E prospettico 12 mesi



Fonte: Nomura

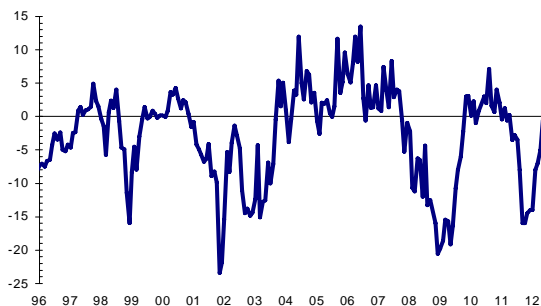
I multipli di valutazione ci indicano che l'avversione nei confronti delle azioni è ancora alta. Un'eventuale dilatazione dei P/E sui mercati europei e asiatici dipende dalla percezione degli investitori che la crisi del debito sovrano europeo possa trovare una soluzione credibile. La nostra sensazione è che questo momento potrebbe essere non troppo distante.

Quarto indicatore: la dinamica degli utili (EPS Momentum)

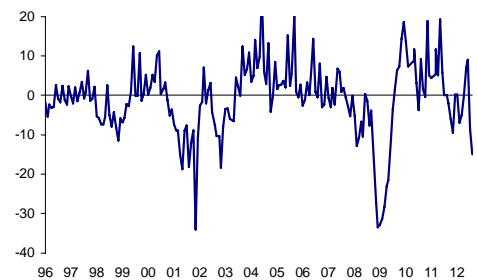
La stagione delle trimestrali si sta rivelando ancora forte. Gli utili sono sopra le aspettative, ma le vendite languono. Ne consegue che le società non potranno nel prossimo futuro continuare ad aumentare i margini operativi per mantenere ai massimi la redditività. Gli analisti stanno sposando questa tesi e stanno riducendo gli utili per la seconda parte dell'anno. La dinamica dei profitti non sarà il trigger che potrà innescare un movimento al rialzo sulle borse.

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

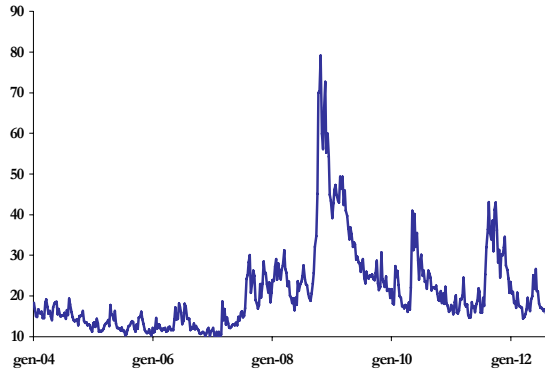


Fonte: Nomura



Quinto indicatore: il sentimento

Indice VIX (volatilità) sul CBOE

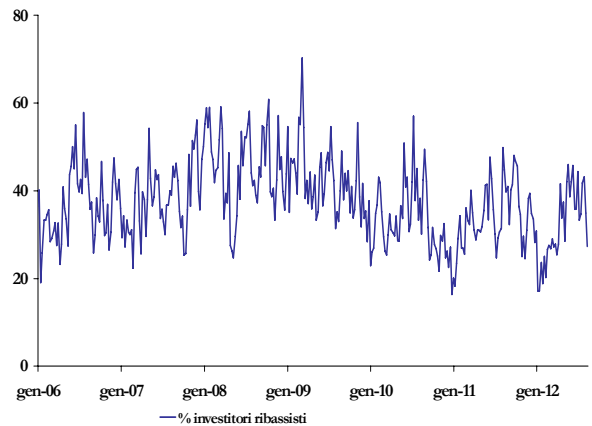
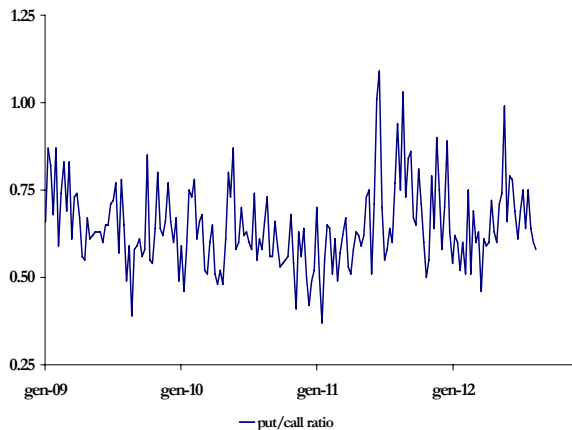


La volatilità è scesa a livelli che raramente si sono visti negli ultimi anni. Ne consegue che gli investitori americani si sentono tranquilli sull'andamento di economia e mercati finanziari. Questa posizione ci sembra troppo accondiscendente e nasconde a breve pericoli.

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

La percentuale di investitori ribassisti è repentinamente scesa nelle ultime settimane, segno ulteriore che la comunità finanziaria sta diventando troppo positiva. Non siamo ancora entrati in zona euforia, ma non siamo troppo distanti.

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.

