



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

### Strategia d'investimento

Il nervosismo ha fatto il suo ritorno sui mercati finanziari, ad eccezione degli Stati Uniti. In Europa dopo mesi dove gli investitori hanno sposato la tesi della risoluzione del problema del debito sovrano, si è tornati a vedere qualche punto interrogativo sul futuro della zona euro, soprattutto legati alla capacità della Spagna nel tenere sotto controllo il suo deficit di bilancio. In generale, quanto fatto finora dai governi va nella giusta direzione, ma la ricerca dell'equilibrio tra deficit, debito e crescita/recessione genera incertezze che fanno male al mercato. In Asia, i dubbi sulla sostenibilità della forte crescita economica continuano a tener banco. Siamo dell'opinione che ritmi di espansione minori sono un'occasione per ribilanciare il peso del consumo privato a scapito degli investimenti che alla lunga creano bolle ed eccessiva offerta. Il mercato appare esageratamente preoccupato.

Strategicamente non cambiamo la nostra posizione. L'indirizzo per le emissioni governative, dove l'approccio non si basa sullo spread, rimane sulla parte a breve della curva, con chiaro sottopeso per la parte centrale della struttura. Il lungo, se dovessero presentarsi dei movimenti rialzisti più incisivi, può essere accumulato tatticamente in un'ottica di diversificazione, dato che non crediamo che la curva possa tendere ad appiattirsi più di tempo. Reiteriamo anche la nostra view positiva sul corporate. Il buon restringimento del primo trimestre ci porta a essere ancora più selettivi. Su possibili allargamenti degli spread raccomandiamo di riprendere ad accumulare, segnatamente sui settori non finanziari.

Il mercato azionario statunitense resta recalcitrante a consolidare, mentre l'Eurostoxx 50 ha iniziato a correggere e i titoli cinesi quotati a Hong Kong addirittura dell'11%. Crediamo che il consolidamento in Europa possa esaurirsi, ma siamo pronti a coprire ulteriormente i portafogli se l'indice Eurostoxx 50 dovesse rompere l'importante supporto attorno ai 2400 punti. La reazione sulla Cina ci appare esagerata e crediamo che il periodo di underperformance sia alla fine.

La diversificazione valutaria rimane più marcata sul franco svizzero, con una posizione del 15% in euro, coperta con una di PUT EURCHF strike 1.20, efficace in caso di rottura del livello imposto dalla Banca nazionale. Come valute di diversificazione puntiamo su peso messicano e dollaro sudafricano e lira turca. Sui profili dollaro consigliamo una posizione sulla rupia indonesiana, non brillante nell'ultimo periodo, ma dai fondamentali molto promettenti (crescita economica, finanze pubbliche, bassa inflazione).



# 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               | 2.75                 | 😊😊              | 😞😞               | 😞               |
| <i>Cambiamento</i> |                      | →               | →                | →               |
| Dollaro USA        | 2.75                 | 😊😊              | 😞😞               | 😞               |
| <i>Cambiamento</i> |                      | →               | →                | →               |
| Franco svizzero    | 2.75                 | 😊😊              | 😞😞               | 😞               |
| <i>Cambiamento</i> |                      | →               | →                | →               |

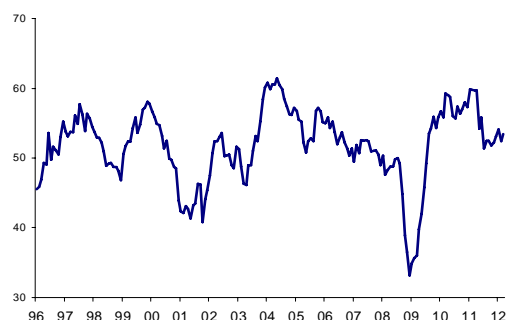
### Legenda:

- fortemente sovraponderare = 😊😊
- sovraponderare = 😊
- neutrale = 😞
- sottoponderare = 😞
- fortemente sottoponderare = 😞😞

Cambiamento rispetto alla situazione precedente : ↑ → ↓



### USA: ISM Index



Fonte: Bloomberg

L'indice ISM (inchiesta sulle prospettive economiche effettuata tra i direttori agli acquisti statunitensi) è tornato a salire, oltre le aspettative, nel mese di marzo. Forti le componenti produzione e occupazione, segno che l'industria sta godendo di un'ottima forza che dovrebbe continuare anche nei prossimi mesi. Parecchi degli intervistati prevedono un aumento di domanda e vendite nell'immediato.

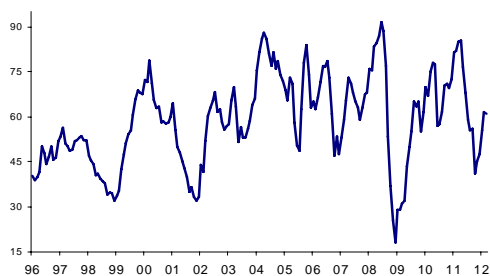
### USA: ISM Index – Componente nuovi ordini



Fonte: Bloomberg

La componente nuovi ordini è scesa leggermente e un suo ulteriore indebolimento avrà ripercussioni sull'indice generale. Il dato a 54.4 segna ancora una crescita dell'attività manifatturiera, ma è da monitorare nei prossimi mesi per avere un'idea più chiara della forza della congiuntura nel periodo estivo.

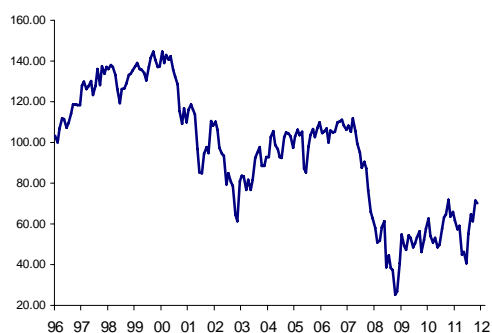
### USA: ISM Index - Componente prezzi



Fonte: Bloomberg

Le paure di un rallentamento marcato della congiuntura cinese ha fermato l'aumento delle quotazioni delle materie prime che sembrano avere iniziato una fase di consolidamento. Dopo il rialzo degli scorsi mesi l'allarme inflazione appare rientrato e non rappresenta un'emergenza per i margini operativi delle aziende.

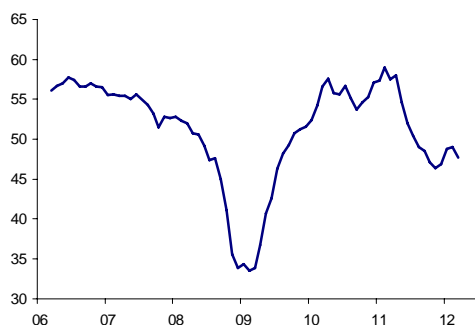
## USA: Fiducia del consumatore



Fonte: Bloomberg

La fiducia del consumatore nel mese di marzo ha tenuto vicino i livelli massimi degli ultimi 12 mesi. I recenti 6 mesi del mercato del lavoro sono stati i migliori dal 2006 e la disoccupazione è al minimo degli ultimi 3 anni. Anche l'aumento del prezzo della benzina non sembra raffreddare l'entusiasmo del consumatore americano, supportato anche da un mercato azionario in continua ascesa. Il consumo privato darà il suo contributo alla crescita del PIL statunitense almeno per tutta la prima parte del 2012.

## Eurolandia: PMI Index



Fonte: Bloomberg

Il PMI manifatturiero della zona euro è sceso nuovamente, confermando che l'industria è in recessione. La componente produzione è scesa a 48.7, mentre i nuovi ordini si attestano a un debole 45.3. Questo dato pone delle nubi sull'andamento futuro dell'indice generale. A livello paesi, la Spagna si fissa a un preoccupante 44.5, preannunciando una severa contrazione. La Francia a sorpresa perde più di 3 punti e si ferma a 46.7, come riflesso della discesa del 20% del mercato dell'auto.

## Prospettive sulla crescita economica

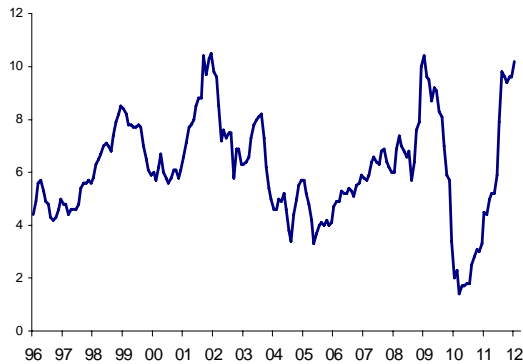
Il nervosismo ha fatto il suo ritorno sui mercati finanziari, ad eccezione degli Stati Uniti. In Europa dopo mesi dove gli investitori sposato la tesi della risoluzione del problema del debito sovrano, si è tornati a vedere qualche punto interrogativo sul futuro della zona euro, soprattutto legati alla capacità della Spagna nel tenere sotto controllo il suo deficit di bilancio. In generale, quanto fatto finora dai governi va nella giusta direzione, ma la ricerca dell'equilibrio tra deficit, debito e crescita/recessione genera incertezze che fanno male al mercato. In Asia, i dubbi sulla sostenibilità della forte crescita economica continuano a tener banco. Siamo dell'opinione che ritmi di espansione minori sono un'occasione per ribilanciare il peso del consumo privato a scapito degli investimenti che alla lunga creano bolle ed eccessiva offerta. Il mercato appare esageratamente preoccupato.

Negli Stati Uniti, oltre a dati economici ben intonati, gli investitori sanno che la Federal Reserve è pronta a sostenere il valore degli attivi, per evitare che la ripresa economica possa subire battute d'arresto. Le parole di settimana scorsa del presidente della Fed che ha aperto a un nuovo round di quantitative easing, sono apparentemente state ridimensionate dall'ultima pubblicazione dei verbali della riunione della Fed, in cui si dipinge una situazione economica in ripresa.

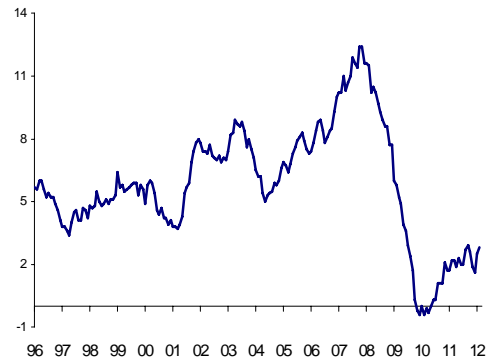
## Secondo indicatore: condizioni monetarie

### A) Massa monetaria

USA: M2 (crescita annuale)



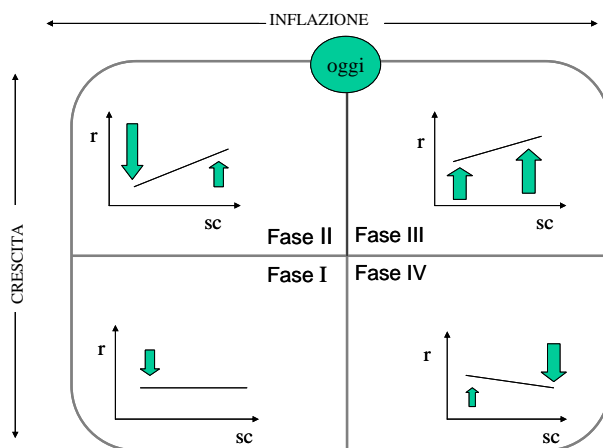
Eurolandia: ECB M3 (crescita annuale)



Fonte: Bloomberg

La crescita della massa monetaria europea ha reagito al long term refunding operation (LTRO) della Bce e si attestata a +2.8%. Tuttavia non si registra un miglioramento nella dinamica del credito. I prestiti ai privati sono scesi sul mese dello 0.1%, portando la crescita sull'anno da +1.1% a +0.7%. Non siamo di fronte a un credit crunch generalizzato, ma i paesi più in difficoltà registrano dati ancora preoccupanti.

### B) Scenario economico e Yield curve

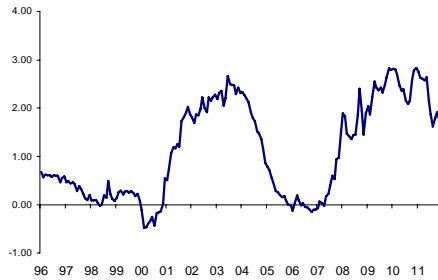


Le comunicazioni della Fed hanno infastidito i mercati finanziari, in quanto in un poco tempo il suo presidente ha descritto un'economia in miglioramento, per poi affermare che la congiuntura avrebbe necessitato di nuove misure e infine ridimensionando il tutto, dicendo che la ripresa economica è soddisfacente. Crediamo che la congiuntura negli Stati Uniti ha davanti a se alcuni mesi di forza, ma l'equilibrio è fragile, anche a causa dei problemi in Europa. In questo contesto l'inflazione non sarà un pericolo nei mesi a venire.

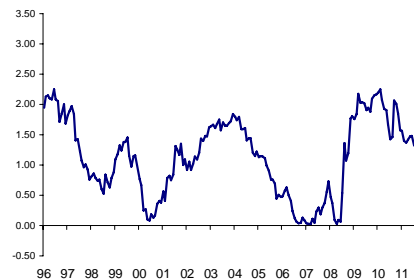
Utilizziamo quest'indicatore, in quanto esiste una chiara relazione tra lo scenario economico, espresso in crescita congiunturale e inflazione, con l'inclinazione della yield curve e l'andamento del mercato azionario. In questo contesto, la yield curve è definita come la differenza tra i rendimenti delle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

Strategicamente non cambiamo la nostra posizione. L'indirizzo per le emissioni governative, dove l'approccio non si basa sullo spread, rimane sulla parte a breve della curva, con chiaro sottopeso per la parte centrale della struttura. Il lungo, se dovessero presentarsi dei movimenti rialzisti più incisivi, può essere accumulato tatticamente in un'ottica di diversificazione, dato che non crediamo che la curva possa tendere ad appiattirsi più di tempo.

## C) Obbligazioni: corporate spread

### Credit spread obbligazioni corporate in EUR



Reiteriamo anche la nostra view positiva sul corporate. Il buon restringimento del primo trimestre ci porta a essere ancora più selettivi. Su possibili allargamenti degli spread raccomandiamo di riprendere ad accumulare, segnatamente sui settori non finanziari.

Fonte: Bloomberg



## Terzo indicatore: la valutazione dei mercati azionari

### USA: P/E prospettico 12 mesi



### Europa: P/E prospettico 12 mesi



Fonte: Nomura

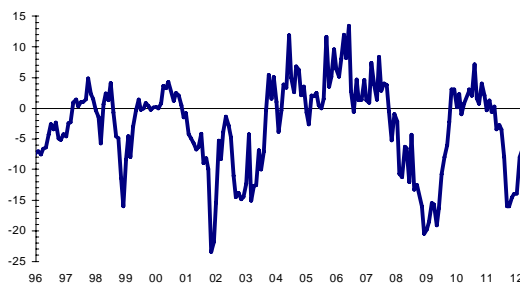
I multipli di valutazione non sono cambiati sostanzialmente nell'ultimo mese. Il P/E degli Stati Uniti è leggermente salito e quello europeo sceso, in sintonia con i movimenti dei rispettivi indici azionari di riferimento. Come espresso il mese scorso è difficile attendersi una significativa espansione del P/E, in quanto attendiamo un soft patch della congiuntura mondiale.

## Quarto indicatore: la dinamica degli utili (EPS Momentum)

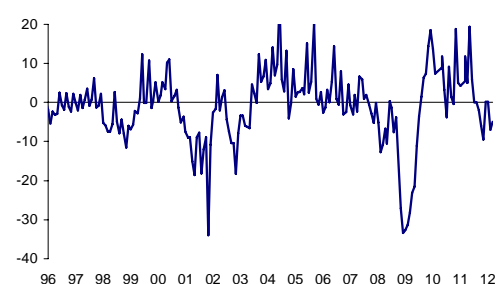
L'EPS Momentum resta negativo. L'incombente stagione delle trimestrali potrà dare utili informazioni sull'andamento delle stime nei prossimi mesi. Pensiamo che le aspettative possano essere raggiunte, soprattutto sugli Stati Uniti. Un punto interrogativo rimane sullo sviluppo degli utili nel prossimo trimestre e le prospettive che daranno le società al momento delle pubblicazioni trimestrali dovrebbero dare spunti importanti per dirimere questo quesito.

**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



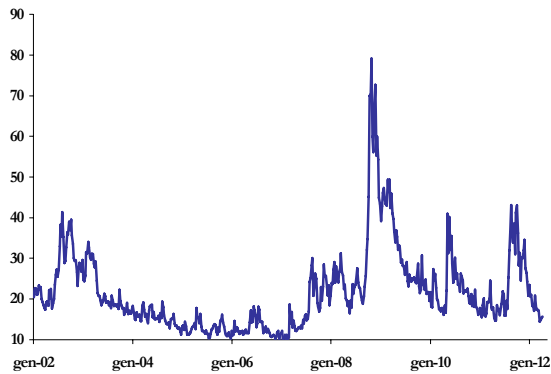
Fonte: Nomura





## Quinto indicatore: il sentimento

### Indice VIX (volatilità) sul CBOE

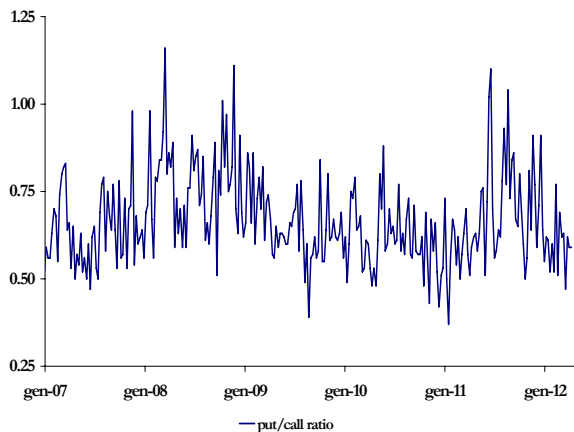


Fonte: Bloomberg

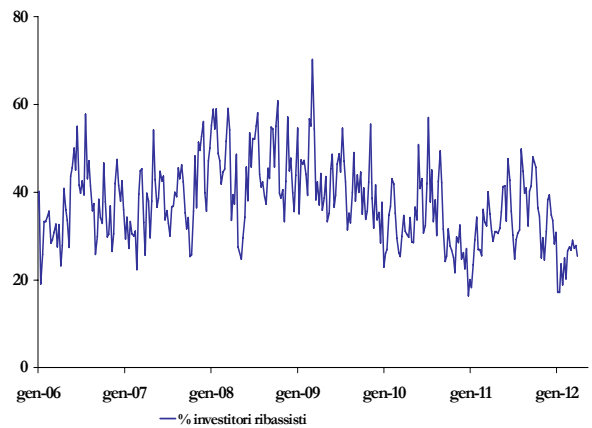
L'indice si trova ai minimi degli ultimi anni. Gli investitori statunitensi hanno fiducia nella ripresa economica o comunque nel supporto incondizionato della Fed. Ogni sorpresa negativa si tradurrà in un movimento al rialzo della volatilità.

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.

### Put/Call Ratio e Investitori Bear sul mercato azionario statunitense



Fonte: Bloomberg



Il put/call ratio e la percentuale di investitori ribassisti non danno per il momento segnali importanti.

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.