



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 moderata	Crescita moderata
ISM index (USA)	stabile	consolidamento
Consumer confidence (USA)	ribasso	in ripresa
PMI index (Euroland)	ribasso	consolidamento
Condizioni monetarie	Neutrali	Neutrali
Liquidità (M2/M3)	crescita minima in EU	crescita debole
Yield curve	stabile	movimento laterale
Corporate spread	in aumento	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 rialzo	
Bear ratio	al rialzo	

Strategia d'investimento

I dati economici statunitensi, dopo l'ottimo inizio anno, si stanno indebolendo. La creazione di nuovi posti di lavoro è tornata nuovamente sotto 100000 unità mensile e anche gli indici precursori lasciano presagire una congiuntura estiva meno tonica. Aumentano le possibilità di quantitative easing nei prossimi mesi, anche se nella sua testimonianza alla Commissione del Senato americano, il presidente della Fed Bernanke ha parzialmente deluso le aspettative dicendo di essere pronto a nuove misure, solo se la situazione dovesse peggiorare ulteriormente. Molta apprensione desta la situazione della congiuntura cinese. I PMI manifatturiero e non sono usciti deboli e confermano il momento di rallentamento dell'economia cinese. La crisi europea e il consolidamento della crescita negli Stati Uniti pongono un freno, ma molto è dovuto al disegno perseguito dalle autorità cinesi che vogliono ribilanciare la crescita dagli investimenti al consumo privato.

In questo contesto i portafogli sono scarichi di rischio, sia nella componente obbligazionaria che in quella azionaria. La quota azionaria è stata ridotta per un profilo euro conservativo al di sotto dell'8%. Sul fronte valutario il dollaro è stato aumentato al 15%, il franco svizzero è al 6.5% e l'oro al 5%.

Strategicamente confermiamo una duration corta sulle obbligazioni governative di qualità, con la maggior parte degli investimenti sulla parte corta della curva dei rendimenti, mentre la parte centrale della struttura offre più rischi che opportunità ed è per questo da evitare. Nel contesto attuale, se da un lato ci sembra improbabile un'uscita rapida da questa fase di grande incertezza, nel contempo non è però da escludere che segnatamente il lungo possa registrare durante l'estate una nuova fase di prese di profitto da massimi impressionanti. Riduciamo la quota di bund tedesco dopo i recenti massimi. Le obbligazioni corporate offrono sempre un valore di diversificazione e sono per questi consigliabili su debolezza. Restiamo sempre lontani da nomi finanziari.

Sull'aggregato azionario, si vuole escludere una presenza strutturale sul rischio, lasciando aperto lo spazio a operazioni tattiche, qualora si manifestassero delle opportunità. Il rischio di questo approccio è di essere troppo prudenti ed di perdere il momento di cambiamento del trend. Siamo comunque pronti a cogliere eventuali segnali, qualora l'Europa decida interventi importanti. L'area asiatica e l'Europa sono le zone geografiche preferite.

Come menzionato in precedenza, abbiamo ridotto il rischio anche sulle valute. In un portafoglio profilo euro conservativo, il dollaro statunitense è stato aumentato e il franco svizzero è al 6.5%. La lira turca è stata ridotta, ma crediamo ancora in questa moneta che ha fondamentali in miglioramento. Agli attuali livelli anche il dollaro messicano ritorna interessante.



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 = 😞

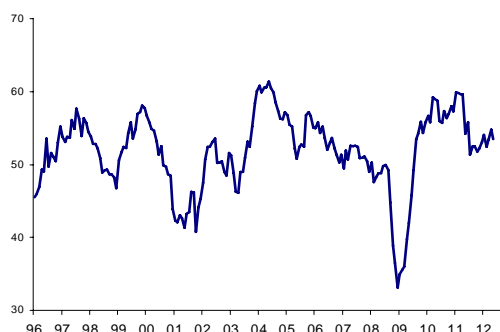
- fortemente sottoponderare = 😞😞

Cambiamento rispetto alla situazione precedente : ↑ → ↓



Primo indicatore: la congiuntura

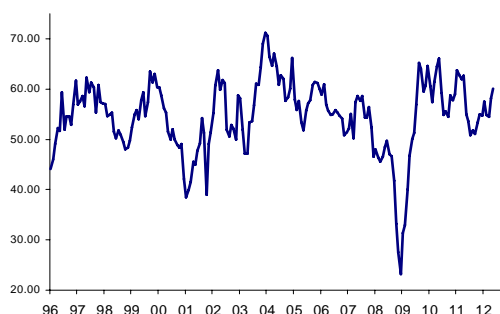
USA: ISM Index



Fonte: Bloomberg

L'indice ISM (inchiesta sulle prospettive economiche effettuata tra i direttori agli acquisti statunitensi) è sceso, in sintonia con la maggioranza dei dati economici pubblicati di recente. L'indice si mantiene su valori compatibili con una crescita moderata dell'economia. Andamento opposto delle componenti produzione e nuovi ordini. La prima è scesa di oltre quattro punti, tuttavia la seconda, più importante per il futuro, è salita a oltre 60.

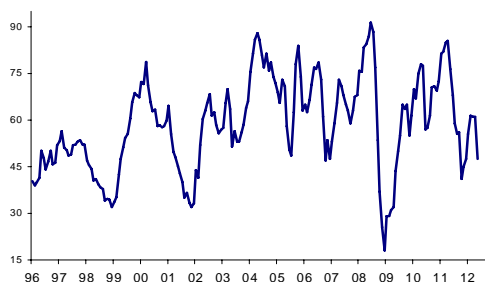
USA: ISM Index – Componente nuovi ordini



Fonte: Bloomberg

La componente nuovi ordini è a livelli interessanti, in netta ripresa rispetto ai minimi recenti. Questo dato, rassicura sull'andamento dell'industria nei prossimi mesi, anche se è destinato a scendere per meglio rappresentare la situazione di fiacca della congiuntura.

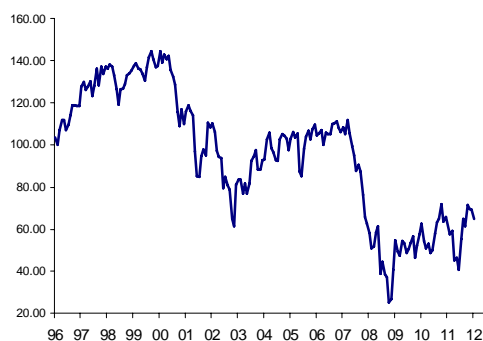
USA: ISM Index - Componente prezzi



Fonte: Bloomberg

La componente prezzi è scesa, grazie alla forte correzione delle quotazioni delle materie prime. Sicuramente questa è un'ottima notizia per le aziende che vedono scendere i loro costi e possono meglio proteggere i margini operativi.

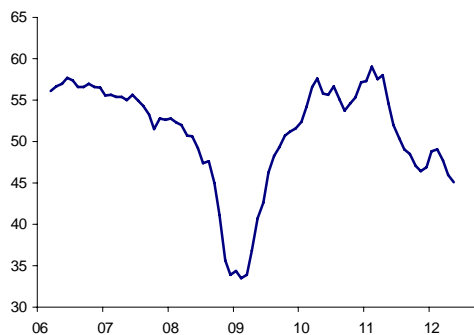
USA: Fiducia del consumatore



Fonte: Bloomberg

La fiducia del consumatore è tornata a scendere dopo un ottimo rimbalzo nella prima parte dell'anno. Il peggioramento delle prospettive sull'occupazione non permette al consumatore americano di alimentare la spesa, soprattutto di beni durevoli di un certo valore. Il numero di americani che si aspettano meno opportunità di lavoro nei prossimi 6 mesi è sceso al livello più basso da novembre a questa parte.

Eurolandia: PMI Index



Fonte: Bloomberg

Il PMI manifatturiero della zona euro è al minimo degli ultimi 3 anni e segnala una contrazione significativa dell'industria manifatturiera. La congiuntura sta soffrendo sotto il peso del peggioramento della crisi del debito sovrano europeo. Con la disoccupazione ai massimi l'economia della zona euro difficilmente riuscirà ad evitare la recessione, come tecnicamente è riuscita nel primo trimestre dell'anno. La Commissione europea prevede una contrazione del PIL dello 0.3%, con la Germania in controtendenza +0.7%).

Prospettive sulla crescita economica

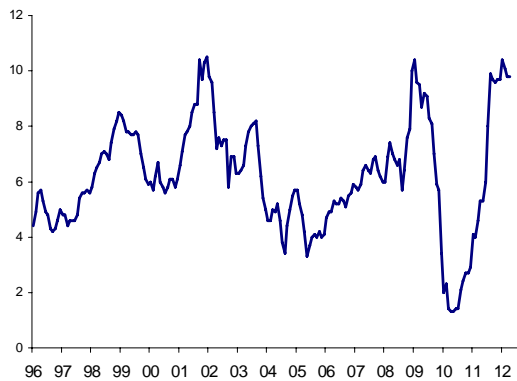
I dati economici statunitensi, dopo l'ottimo inizio anno, si stanno indebolendo. La creazione di nuovi posti di lavoro è tornata nuovamente sotto 100'000 unità mensile e anche gli indici precursori lasciano presagire una congiuntura estiva meno tonica. Aumentano le possibilità di quantitative easing nei prossimi mesi, anche se nella sua testimonianza alla Commissione del Senato americano, il presidente della Fed Bernanke ha parzialmente deluso le aspettative dicendo di essere pronto a nuove misure, solo se la situazione dovesse peggiorare ulteriormente.

Molta apprensione desta la situazione della congiuntura cinese. I PMI manifatturiero e non sono usciti deboli e confermano il momento di rallentamento dell'economia cinese. La crisi europea e il consolidamento della crescita negli Stati Uniti pongono un freno, ma molto è dovuto al disegno perseguito dalle autorità cinesi che vogliono ribilanciare la crescita dagli investimenti al consumo privato. Il mercato si attendeva un grosso pacchetto fiscale e la correzione sulla Cina e sulle altre borse asiatiche è dovuta anche a questo, ma per il momento le autorità cinesi non vedono la necessità di uno stimolo stile 2008/9 che ha portato più problemi che benefici e insistono su interventi mirati, come la diminuzione delle riserve obbligatorie delle banche e il sussidio di beni di consumo, come auto, elettrodomestici e altri prodotti a basso consumo energetico. Naturalmente il governo cinese ha enormi riserve valutarie per implementare misure a più largo respiro, qualora la congiuntura dovesse peggiorare ulteriormente. A sorpresa il banca centrale cinese ha tagliato per la prima volta il tasso di riferimento per prestiti e depositi, una misura che indica quanto le autorità cinesi siano attente a non lasciare cadere la crescita economica sotto al 7%.

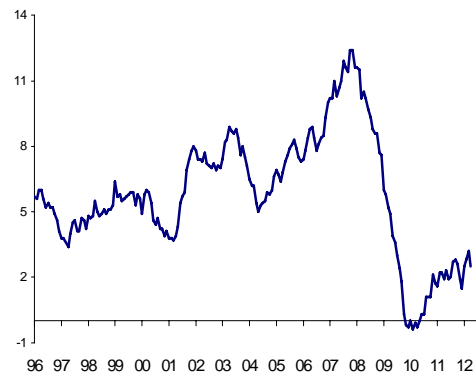
Secondo indicatore: condizioni monetarie

A) Massa monetaria

USA: M2 (crescita annuale)



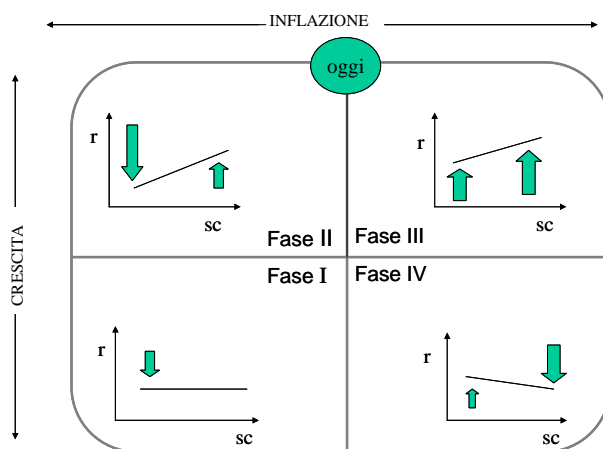
Eurolandia: ECB M3 (crescita annuale)



Fonte: Bloomberg

La crescita della massa monetaria europea ha ritracciato leggermente, segno che le misure intraprese dalla Bce non sono riuscite ad alimentare la dinamica del credito, con i prestiti ai privati che non crescono. In particolare l'accesso al credito da parte delle aziende dei paesi più colpiti dalla crisi è molto difficile.

B) Scenario economico e Yield curve

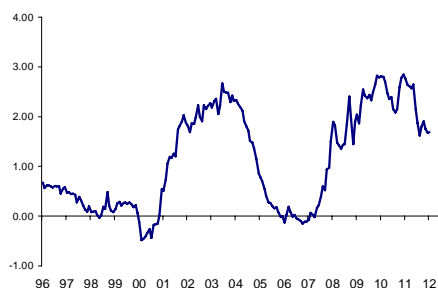


Ancora una volta le paure di un ritorno dell'inflazione non si sono manifestate, in quanto la crisi del debito sovrano europeo ha causato un indebolimento della crescita economica mondiale, con un ridimensionamento marcato delle quotazioni delle materie prime. Di conseguenza l'urgenza è tornata sulla congiuntura e come stimolarne la crescita, ributtando in secondo piano le apprensioni sull'inflazione. Anche per i prossimi mesi sarà questo l'andamento.

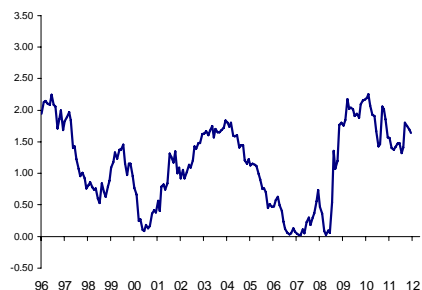
Utilizziamo quest'indicatore, in quanto esiste una chiara relazione tra lo scenario economico, espresso in crescita congiunturale e inflazione, con l'inclinazione della yield curve e l'andamento del mercato azionario. In questo contesto, la yield curve è definita come la differenza tra i rendimenti delle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

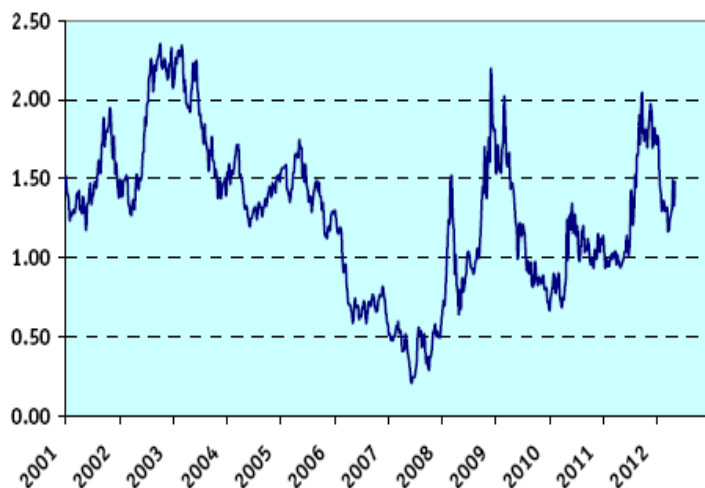


Fonte: Bloomberg

Da un punto di vista operativo, se da un lato non è il caso di fare gli eroi anticipando eventi positivi che forse non si verificheranno (vedi vittoria in Grecia dei partiti favorevoli all'euro e pronti a sottostare agli accordi presi con la Troika, oppure novità sul fronte del meeting di fine mese), dall'altra ci sembra il caso di alleggerire le posizioni di safe haven sul Bund Tedesco dopo i recenti minimi raggiunti a 1.20%. Nel contesto attuale, infatti, se da un lato ci sembra improbabile un'uscita rapida da questa fase di grande incertezza, nel contempo non è però da escludere che segnatamente il lungo possa registrare durante l'estate una nuova fase di prese di profitto da massimi impressionanti.

C) Obbligazioni: corporate spread

Credit spread obbligazioni corporate in EUR



Il differenziale di rendimento fra le obbligazioni AAA e BBB ha trovato una certa stabilità in area 130 punti, ma sembra avere a breve un potenziale di allargamento.

Su movimenti oltre 150 punti suggeriamo di accumulare ulteriormente emissioni corporate.

Fonte: Bloomberg



Terzo indicatore: la valutazione dei mercati azionari

USA: P/E prospettico 12 mesi



Europa: P/E prospettico 12 mesi



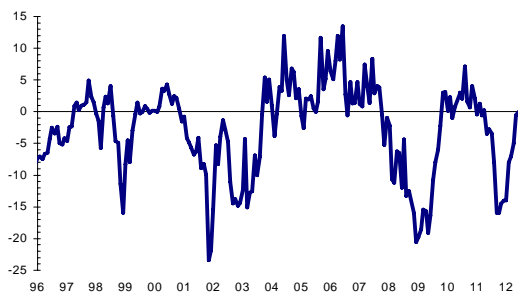
I multipli di valutazione sono scesi, a causa della correzione sulle borse. I P/E appaiono attrattivi, ma potrebbero nascondere una value trap, in quanto se le stime degli utili dovessero scendere in presenza di una severa recessione, indotta da un ipotetico tracollo disordinato dell'euro, i multipli salirebbero immediatamente.

Quarto indicatore: la dinamica degli utili (EPS Momentum)

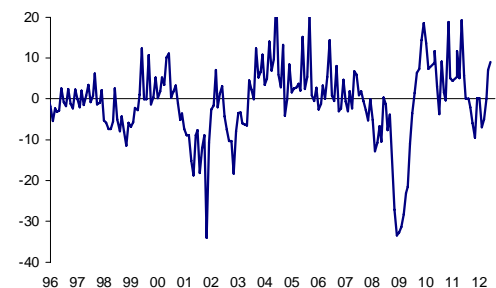
L'EPS Momentum è tornato positivo, grazie alle trimestrali che una volta ancora, soprattutto negli Stati Uniti sono risultate al di sopra delle aspettative. Praticamente finito questo periodo il mercato e gli analisti torneranno a chiedersi se le stime per i prossimi trimestri sono raggiungibili. Nell'attuale contesto, il rischio ci sembra molto più pronunciato per una riduzione delle previsioni che di un loro aumento. Di conseguenza, l'EPS momentum è destinato a scendere e a pesare sui mercati azionari.

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

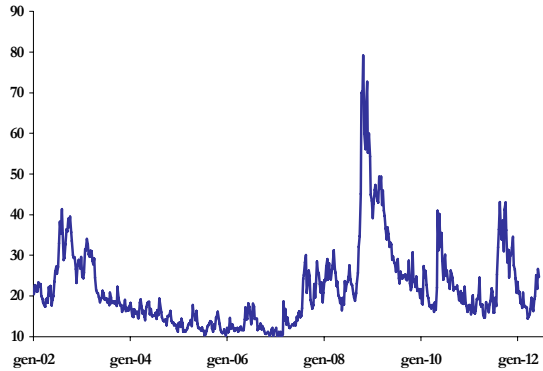


Fonte: Nomura



Quinto indicatore: il sentimento

Indice VIX (volatilità) sul CBOE

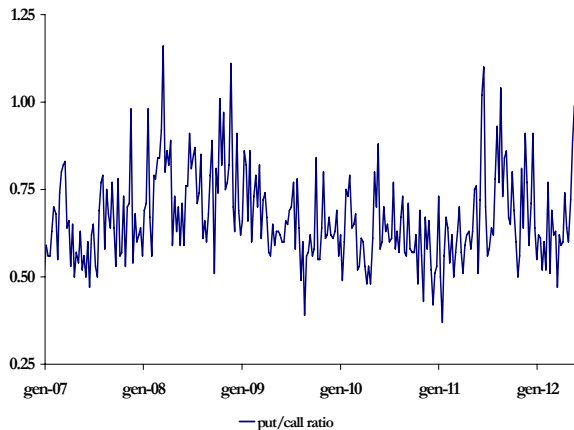


Fonte: Bloomberg

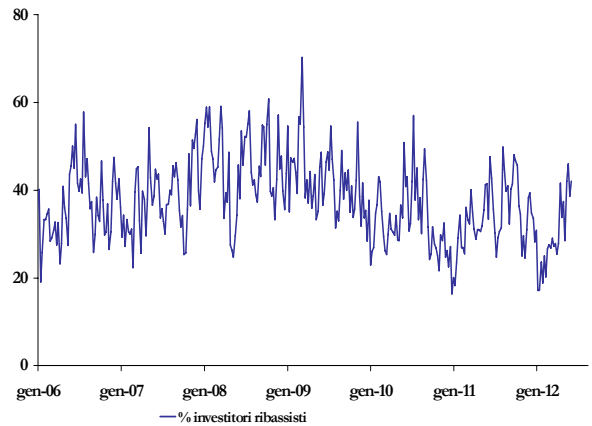
La volatilità è tornata a salire, in concomitanza con l'aumento del negativismo e la correzione sulle borse. Crediamo che la volatilità debba rimanere su questi livelli nelle prossime settimane.

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



La percentuale di investitori ribassisti si mantiene a livelli neutrali. Il valore deve ancora salire prima di dare indicazioni d'investimento contrarian.

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.

