

## Strategia d'investimento

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

Bollettino mensile no. 6 – giugno 2013  
A cura dell'Ufficio Ricerca e Analisi

Disclaimer: tutte le informazioni e le opinioni contenute in questo documento rivestono unicamente carattere informativo. In nessun caso le informazioni e le opinioni espresse devono essere considerate come inviti, raccomandazioni, offerte d'investimento o sollecitazione al pubblico risparmio.

# STRATEGIA D'INVESTIMENTO

## Indicatori dell'asset allocation

Indicatore	Situazione attuale	Aspettative tra 3 mesi
<b>Congiuntura</b>	<b>Crescita mondiale moderata</b>	<b>Crescita moderata</b>
ISM index (USA)	in discesa	in ripresa
Consumer confidence (USA)	al rialzo	al rialzo
PMI index (Euroland)	stabile	debole
<b>Condizioni monetarie</b>	<b>Neutrali</b>	<b>Neutrali</b>
Liquidità (M2/M3)	crescita minima in EU	crescita debole
Yield curve	curva regolare	movimento laterale
Corporate spread	in rialzo	stabile
<b>Valutazione azioni</b>	<b>Neutrale</b>	
P/E	neutro	
Earnings yield gap	sottovalutato	
<b>Dinamica degli utili</b>	<b>Meno negativa negli USA</b>	<b>in miglioramento</b>
EPS momentum		
<b>Sentimento</b>	<b>Positivo</b>	
Indice VIX (volatilità)	stabile a bassi livelli	
Bear ratio	in aumento	

## Strategia d'investimento

Ogni dato economico che viene pubblicato negli Stati Uniti viene valutato solo in relazione alla sua valenza nei confronti del mantenimento o meno del quantitative easing da parte della Fed. Così è stato per l'importante rapporto mensile sull'occupazione che è risultato leggermente superiore alle aspettative nella creazione di nuovi impieghi, ma nello stesso tempo ha registrato un aumento del tasso di disoccupazione, a causa del ritorno sul mercato di lavoro di quasi mezzo milione di persone che hanno fatto salire il tasso di disoccupazione. Questo andamento segnala una maggiore fiducia dei cittadini che credono di potere trovare lavoro e depone a favore di una congiuntura in miglioramento. Ricordiamo che mercato immobiliare e andamento della borsa sono già di sostegno all'economia americana che continua lentamente a migliorare, al di là dei momenti di fiacca che alcuni dati economici hanno evidenziato. Le basi per una discreta riaccelerazione della crescita nella seconda parte dell'anno sono tracciate.

La paura di un dietrofront da parte della Fed in tema di politica monetaria ha dapprima determinato un importante sell-off sulle obbligazioni in dollari che si è poi immediatamente riverberato su tutte le asset class obbligazionarie. La paura di un evento comunque ineluttabile (se non succede adesso, succederà comunque) da la dimostrazione di come il mercato obbligazionario difficilmente potrà rimanere su questi livelli bassissimi di rendimento. Pensiamo che il processo di rialzo tassi sia solo all'inizio, per cui reiteriamo il nostro invito alla prudenza in termini di duration sui portafoglio obbligazionari.

Manteniamo un atteggiamento costruttivo sull'aggregato azionario (quota attuale 21%), lasciando alla gestione il compito di finalizzare questa opinione. Dalla discussione emerge che le area geografiche preferite sono l'Europa e il Giappone.

Sul fronte valutario abbiamo incrementato la posizione in rand sudafricano, portando l'esposizione al 5.00%. Le motivazioni che portano a questo incremento della posizione, sono da riportare all'eccessivo movimento di questi ultimi giorni, a nostro giudizio ci potrebbe essere un rimbalzo tecnico. Nel caso in cui avvenisse, procederemo a riportare l'esposizione al 2.50%. Sempre per il portafoglio euro, abbiamo aperto una posizione in Real Brasiliano (BRL) pari al 3%. Per finanziare questa posizione, è stata diminuita quella in USD che da 6.50% passa al 3.50%. I motivi che riportano all'apertura di questa posizione, sono da ricondurre alla politica monetaria della Banca Centrale Brasiliana, orientata al mantenimento del tasso di cambio tra USD e BRL in area 2.00.



# 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	1.55	😊😊	😞😞	😞
<i>Cambiamento</i>		→	→	→
Franco svizzero	1.45	😊😊	😞😞	😞
<i>Cambiamento</i>		→	→	→

### Legenda:

- fortemente sovraponderare = 😊😊

- sovraponderare = 😊

- neutrale = 😐

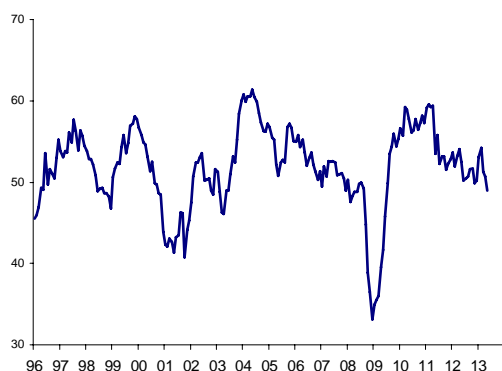
- sottoponderare = 😞

- fortemente sottoponderare = 😞😞

Cambiamento rispetto alla situazione precedente : ↑ → ↓



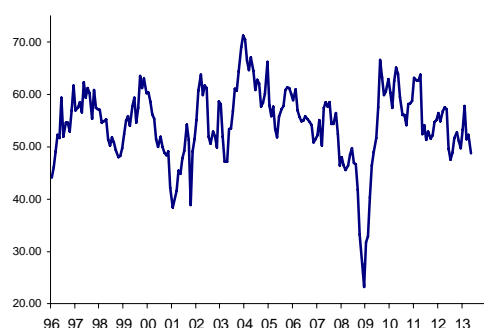
### USA: ISM Index



Fonte: Bloomberg

L'indice ISM (inchiesta sulle prospettive economiche effettuata tra i direttori agli acquisti statunitensi) è sceso sotto quota 50, indicando una contrazione dell'attività manifatturiera, per la prima volta dal novembre 2012 e la seconda da luglio 2009. I dati economici pubblicati confermano un momento di fiacca nella congiuntura statunitense, ma crediamo che sia solo una fase momentanea, prima di una ripresa nella seconda parte dell'anno.

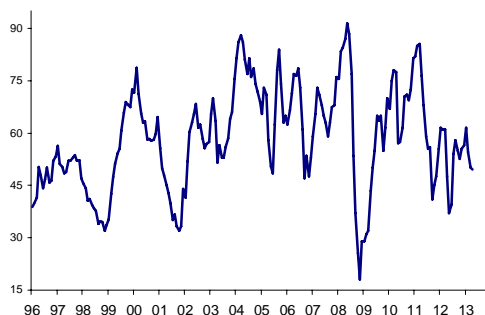
### USA: ISM Index – Componente nuovi ordini



Fonte: Bloomberg

La componente nuovi ordini è scesa di 3.7 punti, confermando il momento di debolezza dell'industria americana.

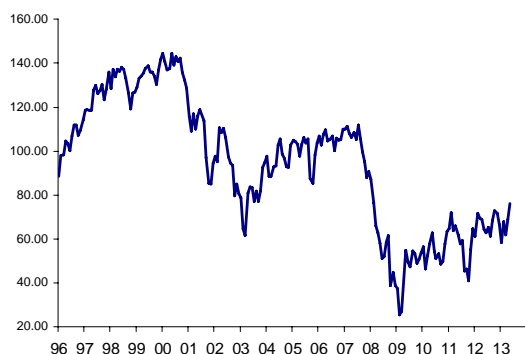
### USA: ISM Index - Componente prezzi



Fonte: Bloomberg

La componente prezzi è nuovamente scesa nel mese in rassegna, a causa della contrazione delle quotazioni nelle materie prime. Un elemento positivo per la riduzione dei costi delle aziende.

## USA: Fiducia del consumatore



Fonte: Bloomberg

La fiducia del consumatore statunitense è salita al livello più alto degli ultimi 5 anni, grazie all'aumento del prezzo degli immobili e del valore delle azioni. Il dato ha superato le più rosee previsioni degli economisti e controbilancia il rapporto decisamente meno positivo dell'ISM. In prospettiva il consumo privato dovrebbe essere ben sostenuto.

## Eurolandia: PMI Index



Fonte: Bloomberg

Il PMI manifatturiero della zona euro rimane al di sotto del livello di 50 che rappresenta lo spartiacque tra contrazione e crescita dell'attività manifatturiera. Ciononostante, il dato è il più alto da febbraio 2012 e segnala un miglioramento anche per i paesi periferici, fino a oggi molto deludenti. Senza abbandonarsi all'euforia, il lento miglioramento dell'indice è perlomeno il segnale che il peggio per la congiuntura europea è alle spalle e si può guardare al futuro con meno pessimismo.

## Prospettive sulla crescita economica

Ogni dato economico che viene pubblicato negli Stati Uniti viene valutato solo in relazione alla sua valenza nei confronti del mantenimento o meno del quantitative easing da parte della Fed. Così è stato per l'importante rapporto mensile sull'occupazione che è risultato leggermente superiore alle aspettative nella creazione di nuovi impieghi, ma nello stesso tempo ha registrato un aumento del tasso di disoccupazione. Tutto bene quindi e le borse hanno ringraziato, proponendo un corposo rally liberatorio, dopo un periodo di consolidamento e sessioni di apprensione.

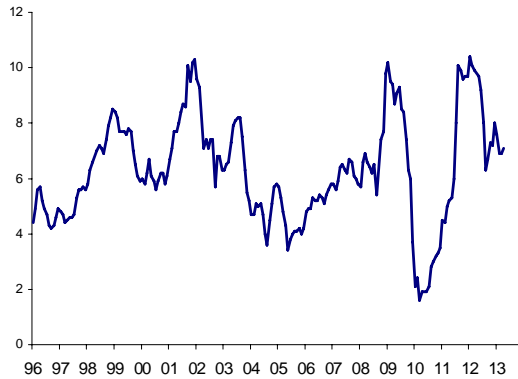
Il dato sulla creazione di posti di lavoro non si discosta dalla media dell'ultimo anno (172k contro 175k). La novità è rappresentata dal ritorno sul mercato di lavoro di quasi mezzo milione di persone che hanno fatto salire il tasso di disoccupazione. Questo andamento segnala una maggiore fiducia dei cittadini che credono di potere trovare lavoro e depone a favore di una congiuntura in miglioramento.

Ricordiamo che mercato immobiliare e andamento della borsa sono già di sostegno all'economia americana che continua lentamente a migliorare, al di là dei momenti di fiacca che alcuni dati economici hanno evidenziato. Le basi per una discreta riaccelerazione della crescita nella seconda parte dell'anno sono tracciate.

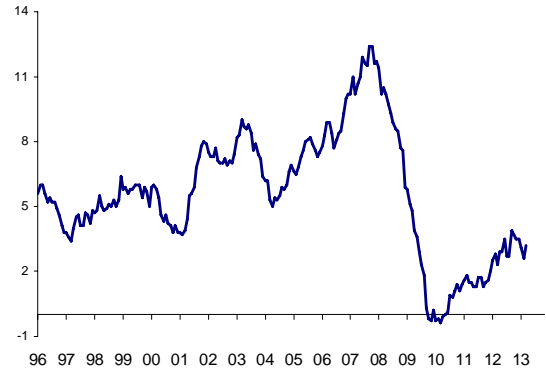
## Secondo indicatore: condizioni monetarie

### A) Massa monetaria

USA: M2 (crescita annuale)



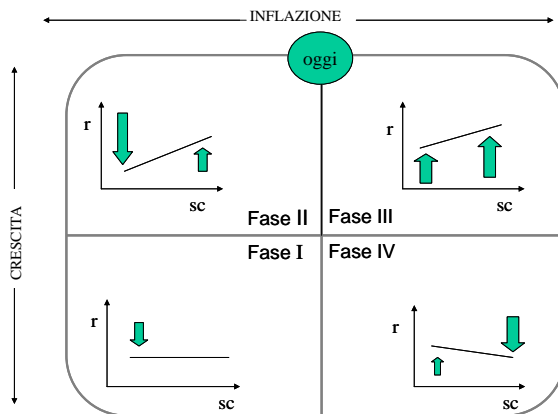
Eurolandia: ECB M3 (crescita annuale)



Fonte: Bloomberg

I prestiti alle società e alle economie domestiche nella zona euro sono diminuiti per il 12° mese consecutivo, in quanto la recessione in Europa morde ancora.

### B) Scenario economico e Yield curve

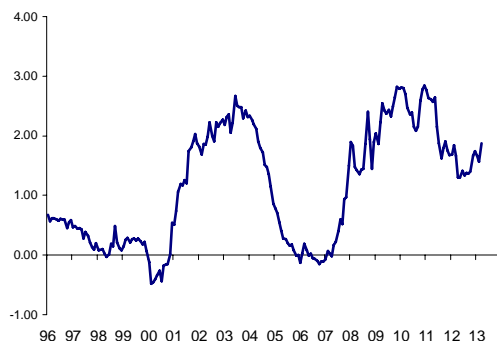


La paura della deflazione sta prendendo sempre più piede nella comunità finanziaria. Anche i dati provenienti dagli Stati Uniti indicano che il rincaro si è ridotto attorno all'1%. Per i governi l'aumento dell'inflazione è un tassello importante, per ridurre il peso dell'indebitamento.

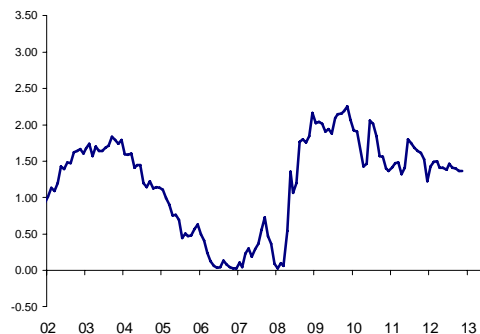
Utilizziamo quest'indicatore, in quanto esiste una chiara relazione tra lo scenario economico, espresso in crescita congiunturale e inflazione, con l'inclinazione della yield curve e l'andamento del mercato azionario. In questo contesto, la yield curve è definita come la differenza tra i rendimenti delle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

Il mese di maggio ha determinato la fine del mercato obbligazionario come l'abbiamo conosciuto negli ultimi anni: rendimenti ai minimi e spread ai minimi su qualsiasi tipo di emittente (dalle AAA, agli High Yield, dai mercati core alla periferia ai mercati emergenti). Nella fattispecie, la paura di un dietrofront da parte della Fed in tema di politica monetaria ha dapprima determinato un importante sell-off sulle obbligazioni in dollari che si è poi immediatamente riverberato su tutte le asset class obbligazionarie. La paura di un evento comunque ineluttabile se non succede adesso, succederà comunque) da la dimostrazione di come il mercato obbligazionario difficilmente potrà rimanere su questi livelli bassissimi di rendimento. Pensiamo che il processo di rialzo tassi sia solo all'inizio, per cui reiteriamo il nostro invito alla prudenza in termini di duration sui portafoglio obbligazionari.

## C) Obbligazioni: corporate spread

### Credit spread obbligazioni corporate in EUR



Il differenziale di rendimento fra le obbligazioni AAA e BBB, dopo aver raggiunto livelli vicini a 100 bp, ha evidenziato un rimbalzo tecnico prevedibile. Sugeriamo prudenza sull'investimento in corporate con durata sopra i 5 anni e con Cds già sacrificati.

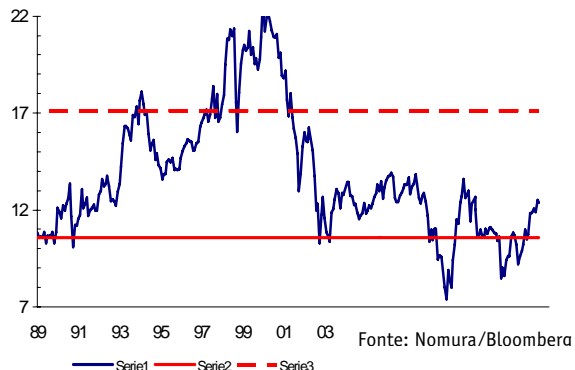
Fonte: Bloomberg

## Terzo indicatore: la valutazione dei mercati azionari

### USA: P/E prospettico 12 mesi



### Europa: P/E prospettico 12 mesi



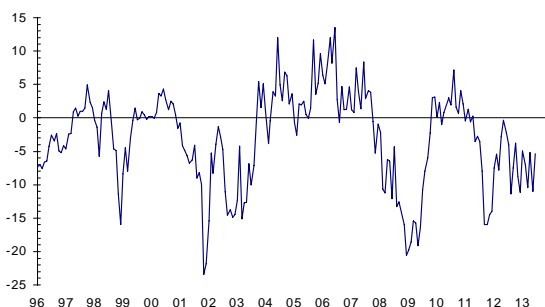
I multipli di valutazione sono saliti negli ultimi mesi, grazie al rally sulle borse. In Europa, il P/E non si può più considerare a buon mercato, soprattutto se consideriamo il periodo degli ultimi 10 anni, dopo la bolla speculativa legata alla tecnologia. La migliore tenuta degli utili aziendali ha permesso al P/E USA di mantenersi a livelli relativi più attrattivi rispetto all'Europa.

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

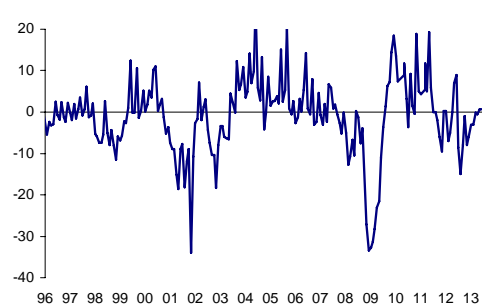
La stagione delle trimestrali non ha prodotto sconvolgimenti. Le società hanno mediamente battuto le stime degli analisti, soprattutto negli Stati Uniti, l'EPS momentum è migliorato, ma non abbastanza da aumentare significativamente le previsioni degli utili per il prossimo futuro. Anche in Europa la situazione è migliorata, anche se a un tasso minore, il taglio delle stime degli utili continua.

**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



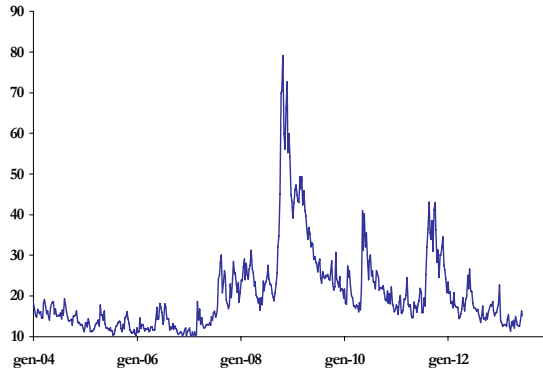
Fonte: Nomura





## Quinto indicatore: il sentimento

### Indice VIX (volatilità) sul CBOE

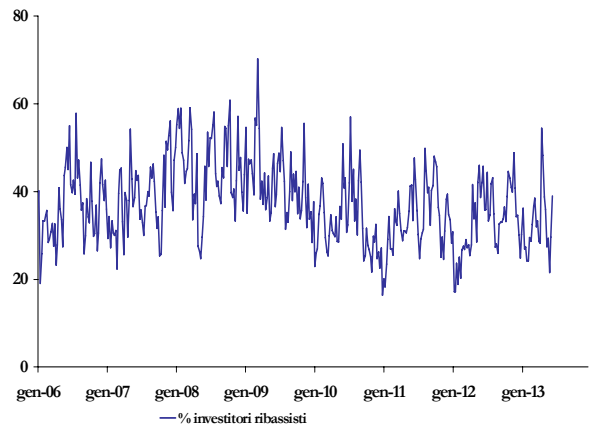
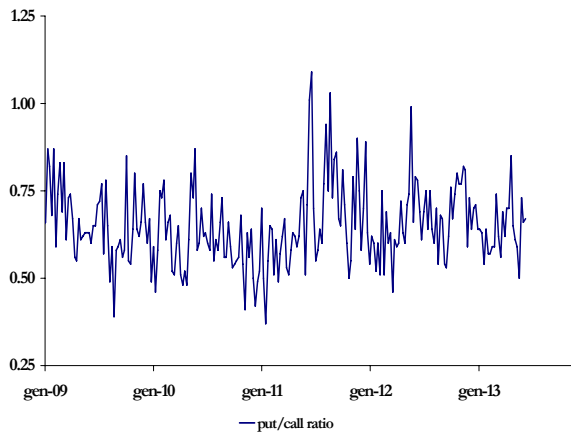


La volatilità si è mossa leggermente al rialzo. Gli investitori americani non sembrano preoccupati per l'andamento futuro delle variabili economiche e finanziarie.

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

L'andamento della percentuale degli investitori ribassisti è fedele specchio dell'indecisione regnante sui mercati finanziari. Negli ultimi mesi gli investitori hanno spesso cambiato opinione nel breve volgere di una settimana, ma la borsa americana non è troppo lontana dai massimi.

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.