



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)	rimbalzo	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	Corretta	
P/E	neutrale	
Earnings yield gap	sottovalutato	
Dinamica degli utili	In rallentamento	In rallentamento
EPS momentum	consolidamento	consolidamento
Sentimento	Positivo	
Indice VIX (volatilità)	al ribasso	
Bear ratio	al ribasso	

Strategia d'investimento

Il rallentamento economico che da più parti è stato previsto, ha fatto fatica a prendere forma, ma quando si è manifestato ha, come al solito, causato una presa di coscienza da parte degli investitori fin troppo drammatica. È ora evidente che nella prima parte dell'anno il PIL statunitense crescerà meno rispetto alle attese di fine 2010 (previsione del consenso di poco superiore al 2%, con il rischio di assistere a un dato al di sotto di questa soglia).

A livello strategico riteniamo che per quanto concerne la carta governativa, nonostante non esistano premesse affinché i tassi salgano in maniera marcata durante i prossimi trimestri, sia da evitare la parte centrale della curva. Troppo basso è infatti il rendimento pagato per un investimento a 3-5 anni, se confrontato ai rischi che si assumono. Per contro la parte a lungo, soprattutto quando offre un pick up di 200 punti base o più (differenziale 10-2 anni), va considerata come diversificazione.

Quando gli investitori si sono convinti che il finanziamento alla Grecia sarebbe stato accettato sia dalle istituzioni internazionali e sia dalle autorità greche, il mercato azionario è rimbalzato. Restiamo convinti che, con le problematiche ancora aperte (indebitamento e deficit, rallentamento economico) il mercato azionario non dovrebbe trovare la forza per far registrare nuovi massimi, ma resterà, almeno durante l'estate, confinato nel trading range 1220-1370 dell'indice S&P 500. Sotto i 1250, data la valutazione interessante dei mercati azionari si può iniziare ad accumulare.

I punti interrogativi sull'euro parlano a favore di una discreta diversificazione sui portafogli denominati in questa valuta. Sulla lira turca che ha penalizzato nel corso dell'anno le performances, siamo ancora positivi, in quanto il limitato indebitamento e la forte crescita economica non sono riflesse nelle quotazioni attuali. Il rublo rimane una valuta su cui puntare, in ragione di ottimi fondamentali e l'interessante carry. L'andamento del franco svizzero, al di là delle sue solide basi, è influenzato dall'eccessiva emotività. L'attuale livello sta portando i primi problemi al sistema paese e qualche negativo potrebbe emergere nel prossimo futuro, tale da causare uno storno. Di conseguenza la diversificazione sui portafogli denominati in franchi è vicina ai massimi. La protezione tattica effettuata durante l'anno ha permesso di limitare al minimo i danni sui profili franco.



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 : ↑ → ↓



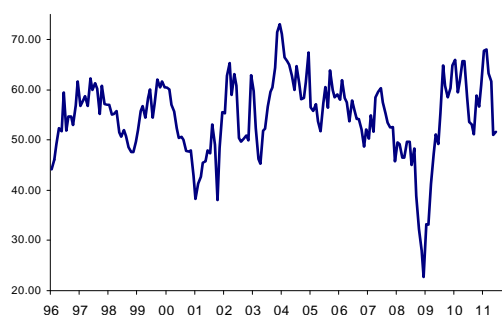
USA: ISM Index



Fonte: Bloomberg

L'indice ISM (inchiesta sulle prospettive economiche effettuata tra i direttori agli acquisti statunitensi) è salito di 1.8 punti, dopo la forte discesa del mese precedente. Con un valore sopra i 55, seppur in perdita di velocità, l'ISM indica che la ripresa economica è per il momento solida. Sembra trovare conferma anche l'ipotesi che il consolidamento dell'indice era anche dovuto alle difficoltà nell'approvvigionamento di componenti, a seguito del terremoto in Giappone. Il rimbalzo dell'indice è in buona parte da ascrivere alla componenti scorte e impiego.

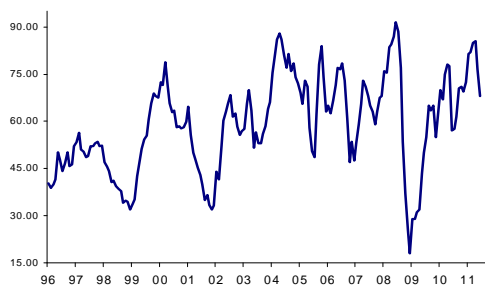
USA: ISM Index – Componente nuovi ordini



Fonte: Bloomberg

I nuovi ordini invece non hanno inciso sul rimbalzo dell'indice, facendo registrare un aumento marginale. Questo dato è da monitorare, in quanto questa componente spesso determina l'andamento futuro dell'indice generale.

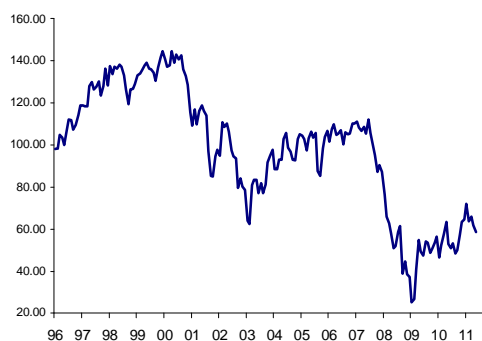
USA: ISM Index - Componente prezzi



Fonte: Bloomberg

L'indice dei prezzi continua a scendere e questo è un bel segnale per la redditività delle aziende. Alla base di questo andamento c'è la discesa delle quotazioni del greggio e dei metalli. Crediamo che il pericolo del rincaro dei costi sia per i prossimi mesi rientrato.

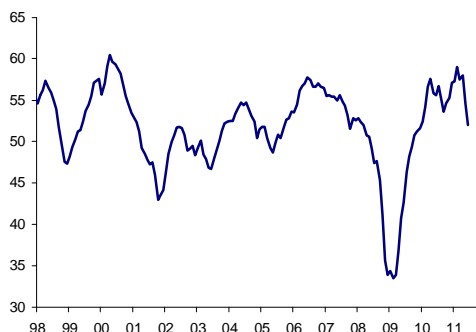
USA: Fiducia del consumatore



Fonte: Bloomberg

La fiducia del consumatore rispecchia il momento poco brillante dell'economia statunitense e si fissa al minimo degli ultimi 6 mesi. Le cause sono sempre le stesse: difficoltà nel trovare lavoro e prezzo degli immobili che recentemente sono nuovamente scesi. Essendo la casa la ricchezza principale per la grande parte degli americani, una sua contrazione crea maggiore prudenza nelle scelte di spesa. Una nota positiva è data dalla discesa delle quotazioni del greggio che si tradurrà in un ribasso del prezzo della benzina, con maggiori disponibilità finanziarie per nuovi acquisti. Strutturalmente, 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 cresciuto al ritmo più debole degli ultimi 2 anni, in sintonia con altre inchieste e dati pubblicati che indicano che la congiuntura in Eurolandia sta rallentando. Anche la locomotiva tedesca sta frenando, come in discesa sono pure gli indici di Francia, Spagna e Olanda, mentre addirittura a livelli di contrazione la Spagna, in compagnia dei paesi più problematici come Grecia e Irlanda.

Prospettive sulla crescita economica

Il rallentamento economico che da più parti è stato previsto, ha fatto fatica a prendere forma, ma quando si è manifestato ha, come al solito, causato una presa di coscienza da parte degli investitori fin troppo drammatica. È ora evidente che nella prima parte dell'anno il PIL statunitense crescerà meno rispetto alle attese di fine 2010 (previsione del consenso di poco superiore al 2%, con il rischio di assistere a un dato al di sotto di questa soglia).

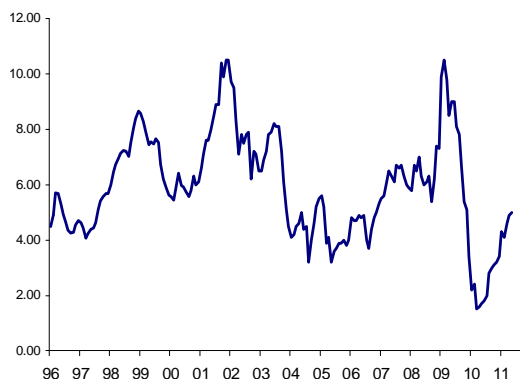
La preoccupazione principale rimane l'occupazione, in quanto a quasi 3 anni dallo scoppio della terribile crisi finanziaria, la disoccupazione fa molta fatica a scendere e di conseguenza il consumo privato che rappresenta il 70% del PIL, non può che crescere a ritmi blandi. In parte le aziende sono responsabili dell'andamento negativo dell'occupazione, in quanto rispetto ad altre uscite da pesanti recessioni, hanno assunto nuovo personale con il contagocce, preoccupandosi maggiormente di preservare i loro margini operativi e la loro redditività, in un ambiente di bassa crescita economica e di forte concorrenza. Anche la mancanza di un accordo politico su come ridurre l'imponente deficit del bilancio statunitense pesa sulla credibilità del paese.

In prospettiva, pensiamo che nella seconda parte dell'anno, la congiuntura possa rialzare la testa, grazie agli investimenti delle aziende e alla ripartenza del ciclo virtuoso: più investimenti, più occupazione e più consumo. La discesa del prezzo del greggio, consentirà alle famiglie di avere meno costi per l'energia e più risorse per le spese.

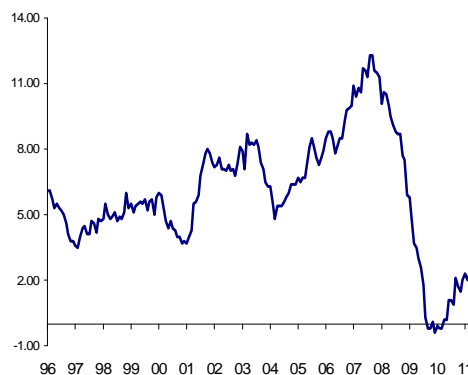
Secondo indicatore: condizioni monetarie

A) Massa monetaria

USA: M2 (crescita annuale)



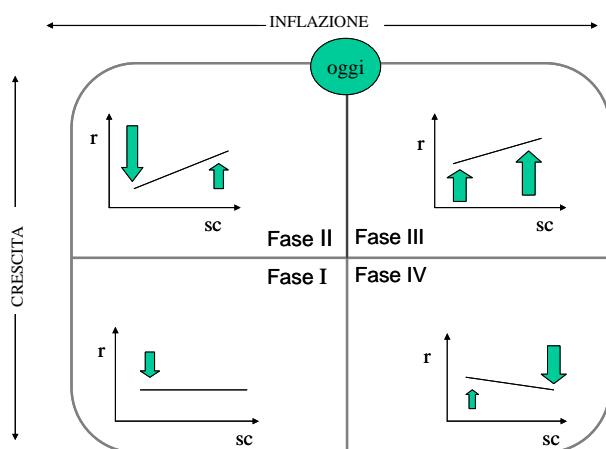
Eurolandia: ECB M3 (crescita annuale)



Fonte: Bloomberg

Continua la crescita moderata della massa monetaria europea M3. Dopo una brusca battuta d'arresto in marzo, negli ultimi 3 mesi abbiamo assistito a una tendenza positiva. Sempre deboli i prestiti alle società non finanziarie, come quello dei crediti al consumo. Resta positivo l'aumento della massa dei mutui.

B) Scenario economico e Yield curve

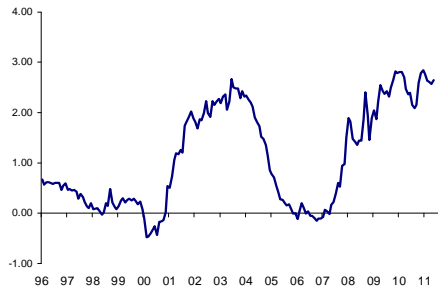


Nelle ultime settimane la preoccupazione più importante è tornata a essere il rallentamento congiunturale, sia nelle economie occidentali, sia in Cina. Negli Stati Uniti i timori sono legati alla fine del quantitative easing e del possibile mancato supporto all'economia da parte della politica monetaria della Fed. In Cina, il timore è rappresentato dalla paura che la politica restrittiva delle autorità monetarie possa portare a un forte rallentamento congiunturale. Da parte nostra crediamo che le incertezze in essere, porteranno a una crescita sotto la media dell'economie occidentali.

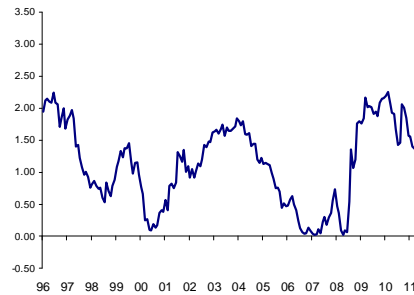
Utilizziamo quest'indicatore, in quanto esiste una chiara relazione tra lo scenario economico, espresso in crescita congiunturale e inflazione, con l'inclinazione della yield curve e l'andamento del mercato azionario. In questo contesto, la yield curve è definita come la differenza tra i rendimenti delle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

A livello strategico riteniamo che per quanto concerne la carta governativa, nonostante non esistano premesse affinché i tassi salgano in maniera marcata durante i prossimi trimestri, sia da evitare la parte centrale della curva. Troppo basso è infatti il rendimento pagato per un investimento a 3-5 anni, se confrontato ai rischi che si assumono. Per contro la parte a lungo, soprattutto quando offre un pick up di 200 punti base o più (differenziale 10-2 anni), va considerata come diversificazione.

C) Obbligazioni: corporate spread

Credit spread obbligazioni corporate in EUR



Fonte: Bloomberg

A livello qualitativo riteniamo che il corporate, parzialmente sotto pressione nelle ultime ottave a causa tanto dei timori legati alla Grecia, quanto alle nocive novità che concernono alcune aziende cinesi e il settore finanziario in generale, continui a rappresentare un'interessante alternativa in particolare su quelle aziende attive in settori in crescita, con un buon posizionamento e una situazione di bilancio sana.

Terzo indicatore: la valutazione dei mercati azionari

USA: P/E prospettico 12 mesi



Europa: P/E prospettico 12 mesi



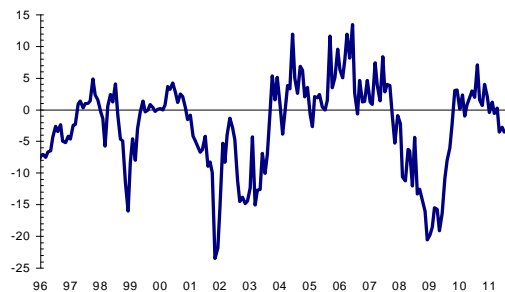
I multipli di valutazione dei mercati azionari restano sotto pressione, a causa dei numerosi punti interrogativi aperti (debito greco e statunitense, rallentamento congiunturale e disoccupazione). Di sostegno l'invidiabile salute delle aziende, in termini di cassa e redditività che a corto termine non sembra messa in sostanziale pericolo. Nel prossimo futuro, alcuni nodi, anche se non verranno risolti, saranno visti dagli investitori con toni più benigni tanto da generare un'espansione del P/E dell'ordine di 50-100 punti base. Si tenga presente che i multipli di valutazione sono una standard deviation sotto la media storica, rivelando una situazione attraente, anche se non estrema.

Quarto indicatore: la dinamica degli utili (EPS Momentum)

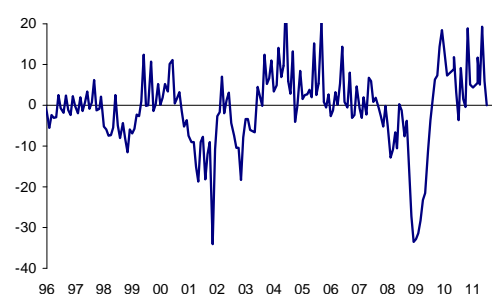
L'EPS Momentum europeo rimane al di sotto dello 0 e non da ancora segni di ripresa. Quello statunitense ha raggiunto l'equilibrio tra revisioni al rialzo e al ribasso, dopo aver toccato il massimo storico alcuni mesi orsono. Di per sé quest'ultima indicazione, non preoccupa eccessivamente, in quanto un consolidamento nelle stime degli utili è salutare, alla luce di previsioni congiunturali più contenute, e permette di avere una base di confronto realistica, in vista della imminente stagione delle pubblicazioni trimestrali. Quest'ultime dovrebbero portare un pizzico di brio alle borse, in quanto è pensabile che la maggior parte delle società batteranno le stime. Il supporto potrebbe essere di breve durata, se le società si mostrassero più caute nelle previsioni per i prossimi trimestri.

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

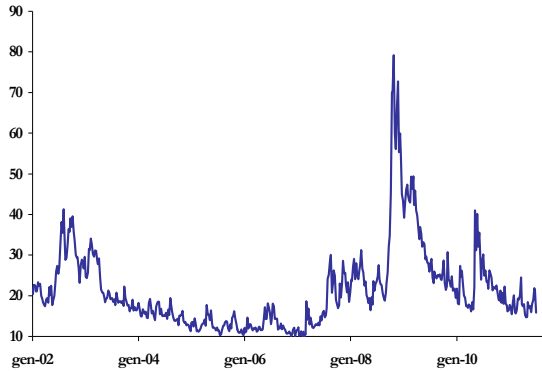


Fonte: Nomura



Quinto indicatore: il sentimento

Indice VIX (volatilità) sul CBOE

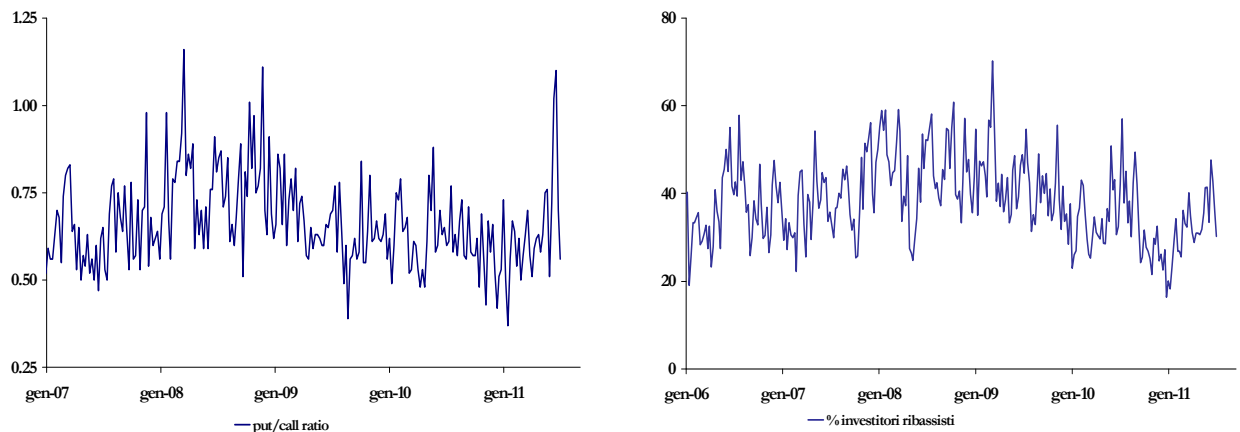


Sorprendentemente, la volatilità non è salita granché quando i mercati finanziari sono stati scossi dalla prospettiva di possibile default del debito greco e si è ridimensionata velocemente quando l'accordo sulla Grecia è sembrato sulla via dell'accettazione. Questo comportamento è strano, in quanto l'anno scorso sul momento peggiore della crisi greca, la volatilità ha superato quota 40. Gli investitori credono molto nella capacità delle aziende di generare profitti sempre maggiori e di conseguenza aumentano i rischi di una delusione.

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 sono in posizione sostanzialmente neutrale e sono velocemente rientrati da una posizione che indicava negativismo.

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.

