



Strategia d'investimento

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

Bollettino mensile no. 5 – maggio 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
Congiuntura	Crescita mondiale moderata	Crescita moderata
ISM index (USA)	in discesa	stabile
Consumer confidence (USA)	in salita	al rialzo
PMI index (Euroland)	stabile	debole
Condizioni monetarie	Neutrali	Neutrali
Liquidità (M2/M3)	crescita minima in EU	crescita debole
Yield curve	appiattimento	movimento laterale
Corporate spread	in discesa	stabile
Valutazione azioni	Neutrale	
P/E	neutro	
Earnings yield gap	sottovalutato	
Dinamica degli utili	Meno negativa negli USA	in miglioramento
EPS momentum		
Sentimento	Positivo	
Indice VIX (volatilità)	stabile a bassi livelli	
Bear ratio	in diminuzione	

Strategia d'investimento

Dal punto di vista economico, la situazione statunitense è messa al bel tempo: congiuntura si in rallentamento, ma disoccupazione in calo e premesse solide per una riaccelerazione della crescita nella seconda parte dell'anno (creazione di nuovi impieghi, miglioramento del mercato immobiliare e delle costruzioni, investimenti aziendali in ripresa). L'incognita principale per i mercati finanziari è rappresentata dall'atteggiamento futuro che terrà la Federal Reserve. Per il momento conferma gli acquisti di 85 miliardi di dollari al mese che permettono di mantenere bassi i tassi d'interesse a lungo, inondando di liquidità il sistema finanziario. Non crediamo che la Fed rischierà di togliere in un sol colpo questo supporto fondamentale e, quando la banca centrale statunitense inizierà a ridurre tali acquisti, la congiuntura e il sistema finanziario saranno in buona salute o quantomeno in chiaro miglioramento (al momento misure sui tassi ci appaiono lontane).

I rendimenti sulla parte lunga della curva sono alla fine del lungo trend ribassista. Il rischio sui mercati obbligazionari considerati safe, è tutto sbilanciato verso un aumento dei rendimenti. Vediamo pochissimo appeal su questa carta, anche se è possibile che i rendimenti rimangano bassi per parecchio tempo. La parte a breve non garantisce alcun tipo di rendimento nominale. Ribadiamo il consiglio di duration bassa sui portafogli e di privilegiare inflation linked bonds. Sul mercato high yield, con la dovuta attenzione e proporzione, ci sono ancora delle occasioni d'acquisto e di switch.

La valutazione dei mercati azionari non è più a buon mercato, soprattutto in Europa. La dinamica degli utili è nella maggiore parte del mondo in miglioramento. La liquidità sostiene le azioni, ma non riscontriamo a differenza delle obbligazioni, evidenze di bolla. Siamo convinti che la nostra esposizione azionaria sia adeguata all'attuale situazione. Per un profilo conservativo abbiamo una percentuale del 23%, con un approccio molto attento ai cambiamenti di umore del mercato e alla sua price action.

Sul fronte valutario, manteniamo la nostra diversificazione invariata. Le valute su cui puntiamo hanno di regola carry positivo, conti pubblici in ordine e superiori prospettive di crescita economica, quali yuan cinese, lira turca e rublo.



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 = 😐

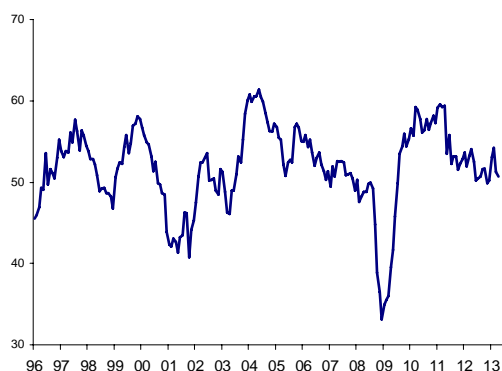
- sottoponderare = 😞

- fortemente sottoponderare = 😞😞

Cambiamento rispetto alla situazione precedente : ⬆️ ➔ ⬇️



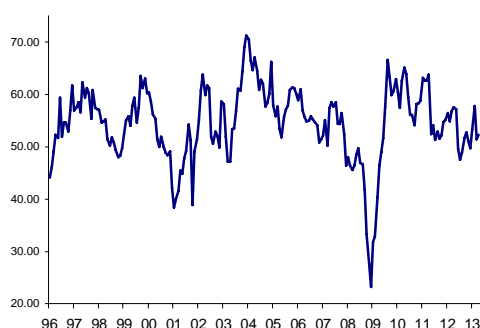
USA: ISM Index



Fonte: Bloomberg

L'indice ISM (inchiesta sulle prospettive economiche effettuata tra i direttori agli acquisti statunitensi) appare confermare la fase di rallentamento in essere dall'inizio del secondo trimestre. I dati economici pubblicati confermano una crescita, ma a ritmi più contenuti. Siamo convinti che questa sia una fase temporanea, a cui seguirà una ripresa, grazie all'ottimo momento del mercato immobiliare e alla discesa della disoccupazione.

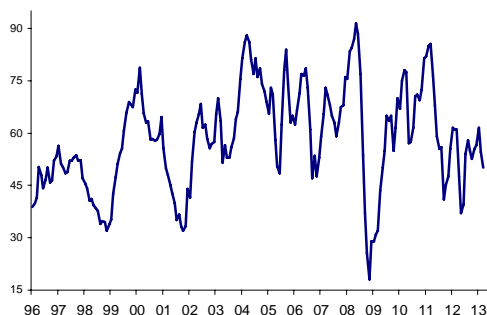
USA: ISM Index – Componente nuovi ordini



Fonte: Bloomberg

La componente nuovi ordini al contrario dell'indice generale è salita, indicando un possibile miglioramento nei prossimi mesi.

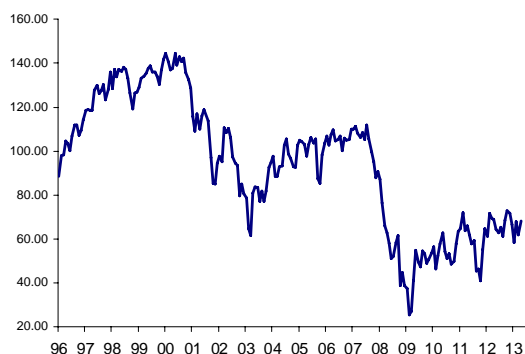
USA: ISM Index - Componente prezzi



Fonte: Bloomberg

La componente prezzi è nuovamente scesa nel mese in rassegna. Il momento no delle materie prime continua. Queste ultime subiscono sia la volubilità delle opinioni degli economisti sul tema che l'uscita dai prodotti finanziari con sottostante commodities da parte degli investitori.

USA: Fiducia del consumatore



Fonte: Bloomberg

La fiducia del consumatore statunitense è salita di oltre 6 punti, grazie al miglioramento del mercato del lavoro e alla ripresa di quello immobiliare. Con l'aumento del prezzo delle case, la ricchezza degli americani cresce assieme al loro ottimismo e alla voglia di acquistare beni durevoli di un certo valore. In prospettiva si può essere moderatamente ottimistici sull'andamento del consumo privato.

Eurolandia: PMI Index



Fonte: Bloomberg

Il PMI manifatturiero della zona euro è rimasto abbondantemente sotto quota 50 per il 20° mese consecutivo. Dal nostro punto di vista è importante che l'indice si stabilizzi anche a bassi livelli, ma che non si avviti, segnalando nuovi peggioramenti.

Prospettive sulla crescita economica

Dal punto di vista economico, la situazione statunitense è messa al bel tempo: congiuntura si in rallentamento, ma disoccupazione in calo e premesse solide per una riaccelerazione della crescita nella seconda parte dell'anno (creazione di nuovi impieghi, miglioramento del mercato immobiliare e delle costruzioni, investimenti aziendali in ripresa). L'incognita principale per i mercati finanziari è rappresentata dall'atteggiamento futuro che terrà la Federal Reserve. Per il momento conferma gli acquisti di 85 miliardi di dollari al mese che permettono di mantenere bassi i tassi d'interesse a lungo, inondando di liquidità il sistema finanziario. Non crediamo che la Fed rischierà di togliere in un sol colpo questo supporto fondamentale e, quando la banca centrale statunitense inizierà a ridurre tali acquisti, la congiuntura e il sistema finanziario saranno in buona salute o quantomeno in chiaro miglioramento (al momento misure sui tassi ci appaiono lontane).

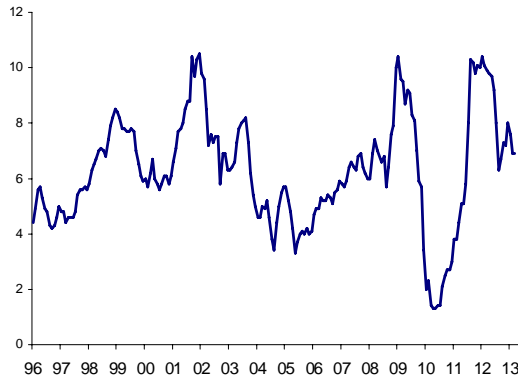
Comunque il mercato potrebbe avere una differente interpretazione, per cui è importante seguire attentamente la price action sui vari attivi.



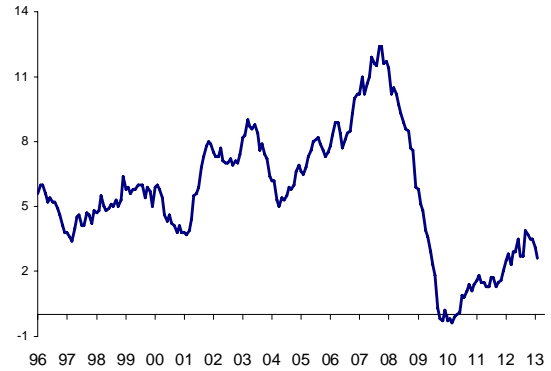
Secondo indicatore: condizioni monetarie

A) Massa monetaria

USA: M2 (crescita annuale)



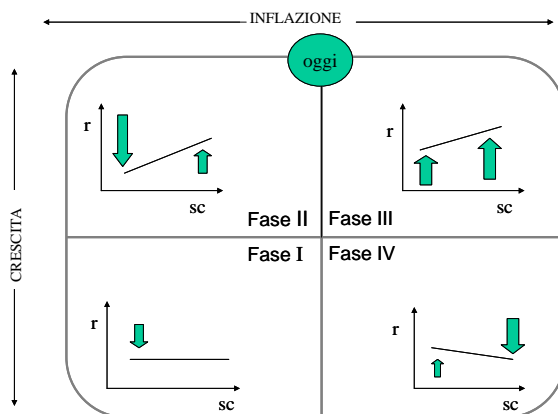
Eurolandia: ECB M3 (crescita annuale)



Fonte: Bloomberg

La massa monetaria europea è cresciuta del +2.6% a marzo, segnando un rallentamento rispetto al mese precedente. Resta difficile l'accesso al credito nei paesi mediterranei. I meccanismi di trasmissione della liquidità non funzionano a dovere e le autorità monetarie non riescono per il momento a risolvere questo problema cruciale per l'andamento congiunturale europeo.

B) Scenario economico e Yield curve

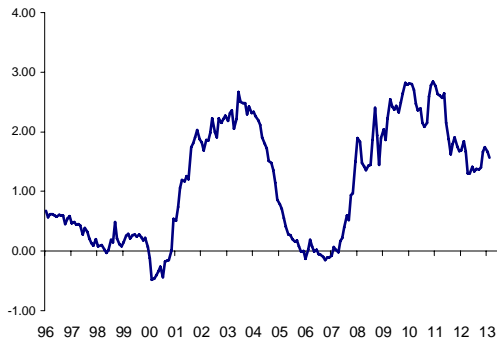


La lotta alla deflazione continua. Le banche centrali occidentali e la BoJ stanno inondando di liquidità il sistema finanziario. Non crediamo che per i prossimi mesi l'inflazione possa impennarsi, siccome l'erogazione di credito non funziona a dovere e la disponibilità di lavoro e capitale è ampia.

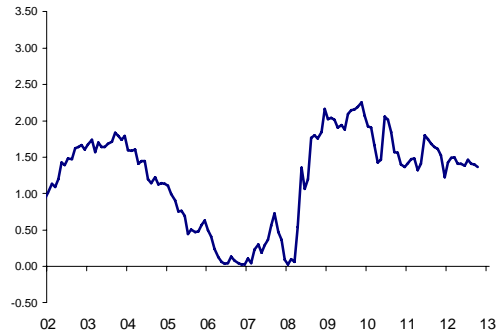
Utilizziamo quest'indicatore, in quanto esiste una chiara relazione tra lo scenario economico, espresso in crescita congiunturale e inflazione, con l'inclinazione della yield curve e l'andamento del mercato azionario. In questo contesto, la yield curve è definita come la differenza tra i rendimenti delle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

Yield Curve (differenza rendimento obbl. 10 – 2 anni)

Stati Uniti



Eurolandia



Fonte: Bloomberg

I rendimenti sulla parte lunga della curva sono alla fine del lungo trend ribassista. Il rischio sui mercati obbligazionari considerati safe, sono tutti sbilanciati verso un rialzo dei rendimenti. Vediamo pochissimo appeal anche se è possibile che questi rendimenti rimangano bassi per molto tempo. La parte a breve non garantisce alcun tipo di rendimento nominale. Ribadiamo il consiglio di duration bassa sui portafogli e di privilegiare inflation linked bond.

C) Obbligazioni: corporate spread

Credit spread obbligazioni corporate in EUR



Lo spread si è mosso ancora al ribasso, sui mercati corporate, con la dovuta attenzione e proporzioni ci sono ancora delle occasioni d'acquisto sugli high yield.

Fonte: Bloomberg



Terzo indicatore: la valutazione dei mercati azionari

USA: P/E prospettico 12 mesi



Europa: P/E prospettico 12 mesi



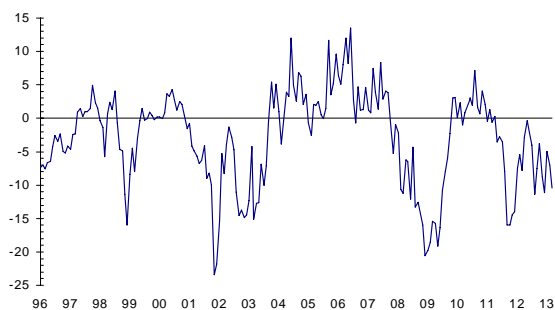
I multipli di valutazione in Europa salgono, in quanto la borsa è al rialzo e contemporaneamente gli utili aziendali scendono. Attualmente anche se il mercato europeo non si può considerare caro, la sottovalutazione dell'anno scorso è rientrata. Rispetto al suo storico meglio impostati gli Stati Uniti che hanno un P/E inferiore alla media degli ultimi anni.

Quarto indicatore: la dinamica degli utili (EPS Momentum)

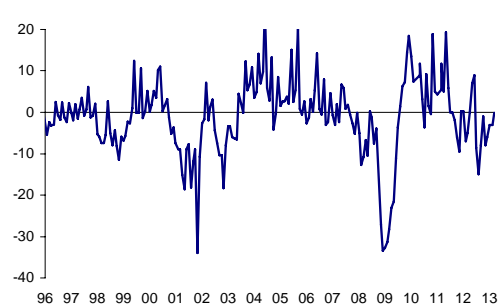
La stagione delle trimestrali negli Stati Uniti sta procedendo discretamente. Le società battono le stime degli utili, ma la crescita delle vendite è anemica. L'EPS momentum è in ripresa, mentre in Europa la situazione non migliora. Le revisioni al ribasso degli utili restano sempre in numero nettamente maggiore rispetto a quelle al rialzo. Una volta esaurita questa nuova fase di tagli alle stime potremmo assistere a un miglioramento dell'EPS momentum europeo, ma difficilmente le stime torneranno a salire.

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

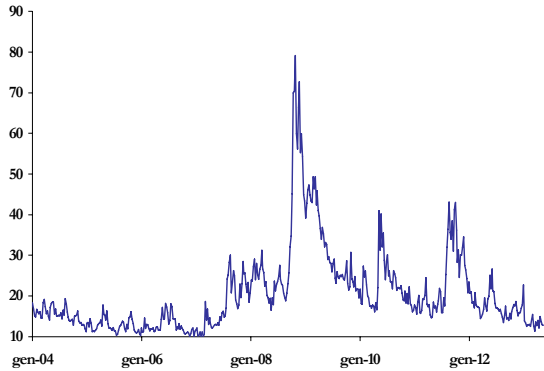


Fonte: Nomura



Quinto indicatore: il sentimento

Indice VIX (volatilità) sul CBOE

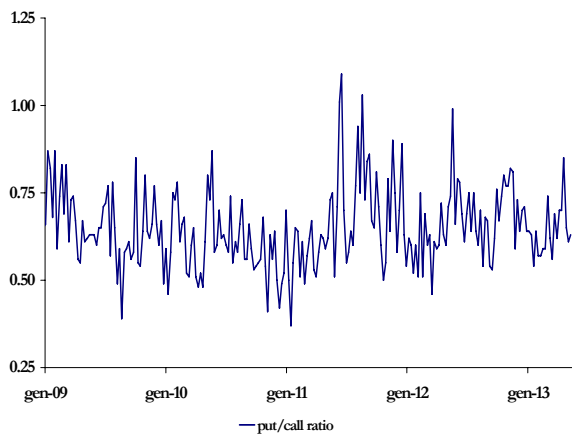


Fonte: Bloomberg

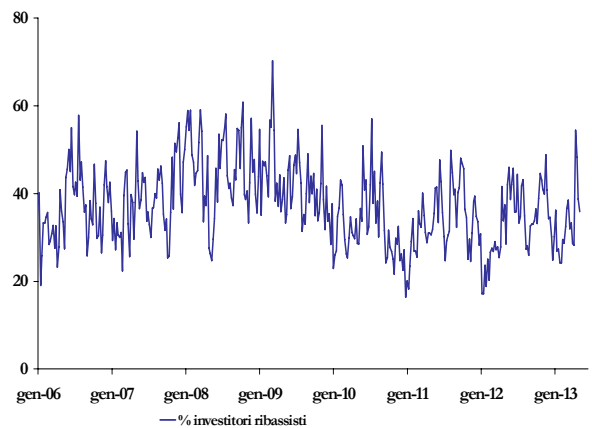
La volatilità si mantiene molto bassa, segno che gli investitori hanno grande fiducia nella stabilità del sistema finanziario statunitense e nelle capacità della Fed di gestire al meglio la situazione.

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 è scesa nuovamente, dopo l'improvvisa e netta salita nelle settimane precedenti. Il livello è da considerare neutro e non aiuta le scelte d'investimento.

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.