

Strategia d'investimento

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

Bollettino mensile no. 3 – marzo 2015
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)	al ribasso	consolidamento
Consumer confidence (USA)	stabile	consolidamento
PMI index (Euroland)	stabile	in ripresa
Condizioni monetarie	Neutrali	Neutrali
Liquidità (M2/M3)	accelerazione della crescita in EU	crescita debole
Yield curve	curva regolare	
Corporate spread	stabile	
Valutazione azioni	Neutrale	
P/E	neutrale	
Earnings yield gap	sottovalutato	
Dinamica degli utili	In peggioramento	In peggioramento
EPS momentum	in peggioramento	
Sentimento	Positivo	
Indice VIX (volatilità)	al rialzo	
Bear ratio	neutro	

Strategia d'investimento

I dati economici americani degli ultimi mesi si sono rivelati abbastanza deludenti rispetto alle stime degli analisti. Tale dato non deve preoccupare in quanto, come spesso accade, le stime erano state riviste al rialzo con eccessivo ottimismo. La crescita economica americana rimane decisamente solida, come confermano gli ultimi dati sull'occupazione.

I 60 miliardi di acquisti mensili di obbligazioni fino al settembre 2016 da parte della Bce appaiono un intervento veramente straordinario. Se da un lato rimangono dubbi sulla capacità di questi interventi di influire in modo strutturale sulla crescita delle economie, dell'altro è innegabile che l'impatto sui mercati finanziari sia molto importante. In particolare si è assistito al ribasso dei rendimenti in tutta l'area euro. Questa situazione spinge gli investitori ad allungare le duration dei portafogli e provoca un impressionante processo di flattening della curva. Finché il mercato non darà credito alla capacità delle Bce di ricreare inflazione è presumibile che l'attuale situazione persisterà. Tuttavia, le opportunità sul mercato obbligazionario sembrano sempre più scarse, con rendimenti ormai compressi e premi al rischio minimi. Consigliamo di ridurre le posizioni eccessive rispetto alla propensione al rischio del cliente.

La sovraperformance dei listini europei dimostra come i tassi di interesse siano una variabile di primaria importanza nel determinare l'andamento delle azioni. Le aziende europee si trovano in una condizione ideale: il QE della banca centrale ha portato un forte deprezzamento dell'euro contro il dollaro, una riduzione dei costi di finanziamento e un clima generale di fiducia. Anche il listino svizzero, nonostante il forte movimento di recupero, offre un buon potenziale; la forza del franco non sembra avere l'impatto sugli utili che molti analisti ipotizzavano.

Il trend del Dollaro americano ha solidi fondamentali e non è ancora arrivato il momento di prendere profitto sulla posizione strutturale. L'evoluzione del trend andrà monitorata attentamente nelle settimane a venire per individuare eventuali punti di inversione. Sulle valute emergenti raccomandiamo selettività. Consigliamo il Peso messicano e la Lira turca (anche se per quest'ultima pesa l'ingerenza del presidente Erdogan nei confronti della banca centrale), mentre siamo meno positivi su Real brasiliano e divise Asiatiche (rupia indonesiana su tutte).



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	😊😊	😞😞	😞
Cambiamento		➔	➔	➔
Dollaro USA	1.55	😊😊	😞😞	😞
Cambiamento		➔	➔	➔
Franco svizzero	1.45	😊😊	😞😞	😞
Cambiamento		➔	➔	➔

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) continua il suo periodo di consolidamento. Al di là del dato sull'occupazione, le pubblicazioni economiche hanno un tono di debolezza. Crediamo che ci possa essere un momento di minor crescita che non intacca il trend di ripresa.

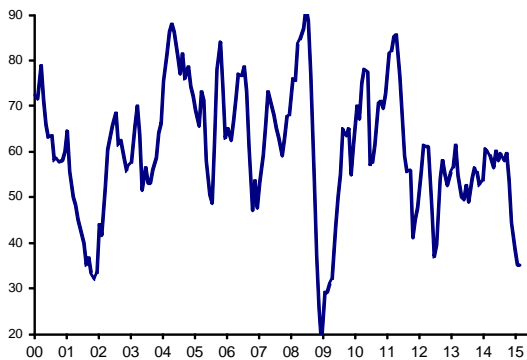
USA: ISM Index – Componente nuovi ordini



Fonte: Bloomberg

La componente nuovi ordini è anch'essa in consolidamento, la dinamica degli ordinativi è comunque a un livello accettabile.

USA: ISM Index - Componente prezzi



Fonte: Bloomberg

La componente prezzi continua a scendere, in ragione della debolezza delle quotazioni delle materie prime.

USA: Fiducia del consumatore



Fonte: Bloomberg

La fiducia del consumatore resta ad alta quota, grazie all'ottimo andamento del mondo del lavoro. Visto il crollo dei prezzi dei derivati del petrolio ci si poteva attendere un livello maggiore. Probabilmente il dato non è superiore, in quanto i salari crescono in modo moderato rispetto ad altre fasi di ripresa dell'occupazione nel passato.

Eurolandia: PMI Index



Fonte: Bloomberg

La debolezza dell'indice precursore PMI non depone a favore di una forte ripresa economica in Europa. Altre variabili, come l'aumento dell'attività creditizia e la debolezza dell'euro, ci fanno comunque essere costruttivi sull'andamento congiunturale europeo.

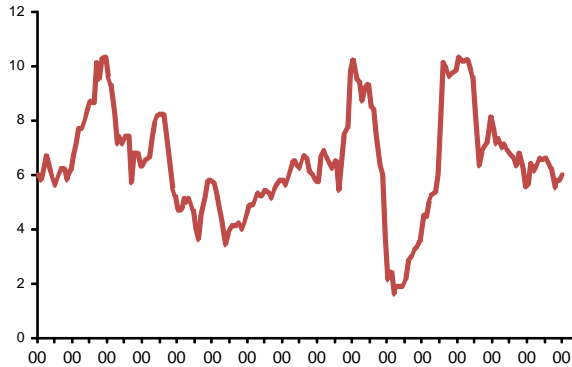
Prospettive sulla crescita economica

I dati economici americani degli ultimi mesi si sono rivelati abbastanza deludenti rispetto alle stime degli analisti. Tale dato non deve preoccupare in quanto, come spesso accade, le stime erano state riviste al rialzo con eccessivo ottimismo. La crescita economica americana rimane decisamente solida, come confermano gli ultimi dati sull'occupazione. La forte creazione di posti di lavoro al momento non è però accompagnata da una crescita apprezzabile dei salari: la contrapposizione tra disoccupazione in calo e mancanza di pressioni inflattive rappresenta un dilemma per la Fed, che potrebbe comunque alzare i tassi di interesse entro la fine dell'estate.

Secondo indicatore: condizioni monetarie

A) Massa monetaria

USA: M2 (crescita annuale)



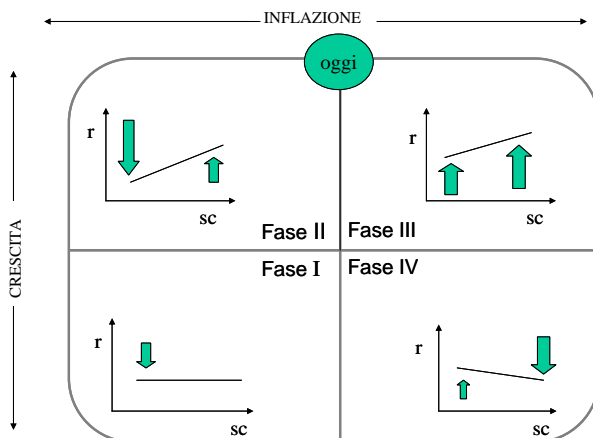
Eurolandia: ECB M3 (crescita annuale)



Fonte: Bloomberg

La crescita della massa monetaria M3 europea sta aumentando. La cura della Bce ha portato al secondo mese consecutivo di crescita dei prestiti ai privati, evento che non si verificava da anni. Decisamente un cambiamento positivo in ottica ripresa congiunturale.

B) Scenario economico e Yield curve

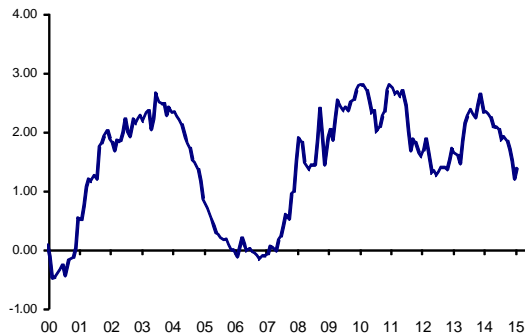


L'andamento dell'inflazione in Europa rimane preoccupante. L'inizio degli acquisti di obbligazioni da parte della Bce ha portato a un'ulteriore riduzione dei rendimenti, ma non ha ancora causato un aumento delle aspettative sull'inflazione.

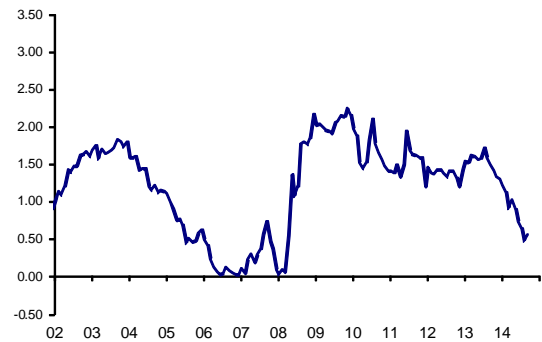
Utilizziamo quest'indicatore, in quanto esiste una chiara relazione tra lo scenario economico, espresso in crescita congiunturale e inflazione, con l'inclinazione della yield curve e l'andamento del mercato azionario. In questo contesto, la yield curve è definita come la differenza tra i rendimenti delle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

Negli Stati Uniti le condizioni macroeconomiche sembrano decisamente migliori che in Europa e la Fed è attesa al primo rialzo dei tassi nei prossimi mesi. Questa situazione ha determinato un forte allargamento dei rendimenti tra le due curve, quella americana e quella europea, favorendo di fatto un ulteriore rafforzamento del dollaro che attualmente viene scambiato a 1.05 contro euro. A questi livelli di spread noi preferiamo decisamente l'investimento in carta in dollari.

C) Obbligazioni: corporate spread

Credit spread obbligazioni corporate

Sul fronte mercati emergenti, la persistente debolezza del petrolio crea sicuramente tensioni su tanti emittenti. Paesi come Brasile e Russia stanno vivendo realtà economico-politiche molto difficili. Vale la pena monitorare queste situazioni perchè i rendimenti che molte obbligazioni esprimono (pensiamo a titolo di esempio a Petrobras e a Gazprom) cominciano a essere molto interessanti. E' sicuramente prematuro costruire posizioni troppo pesanti, ma siamo convinti che prima o dopo queste saranno delle ottime opportunità di investimento obbligazionario.

Terzo indicatore: la valutazione dei mercati azionari

USA: P/E prospettico 12 mesi



Europa: P/E prospettico 12 mesi



Fonte: Nomura/Bloomberg

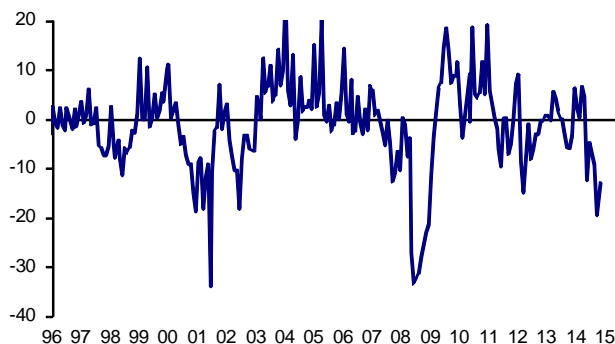
I multipli di valutazione dei mercati azionari sono saliti, soprattutto in Europa, a causa del rally sulla borsa. L'annuncio del QE della Bce ha dato le ali al mercato azionario europeo. Le aspettative sono aumentate e nei prossimi mesi dovremmo assistere ad un aumento delle stime degli utili per giustificare queste succose valutazioni.

Quarto indicatore: la dinamica degli utili (EPS Momentum)

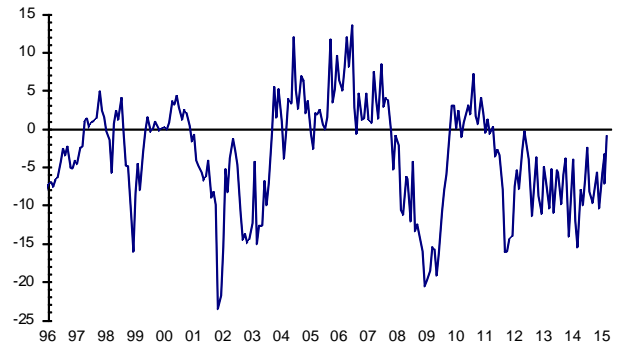
Questo mese abbiamo assistito alla conferma del cambiamento nell'andamento dell'EPS momentum: verso il positivo in Europa e ancora molto negativo negli Stati Uniti. Il contrario di quanto registrato l'anno scorso. Questo trend è di sostegno alle azioni della zona euro in relativo a quelle americane.

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.

USA: EPS Momentum



Europa: EPS Momentum

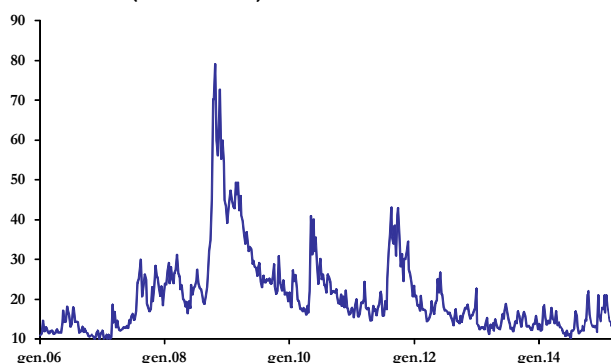


Fonte: Nomura



Quinto indicatore: il sentimento

Indice VIX (volatilità) sul CBOE

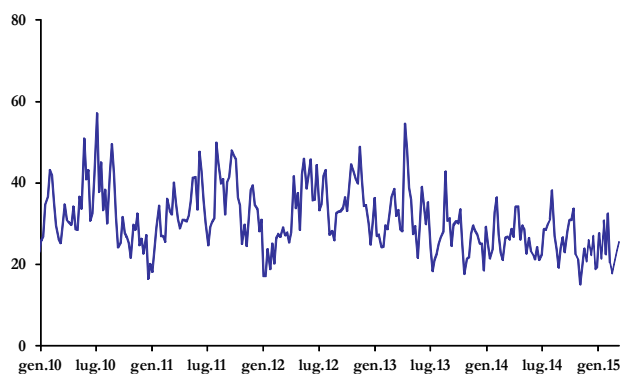
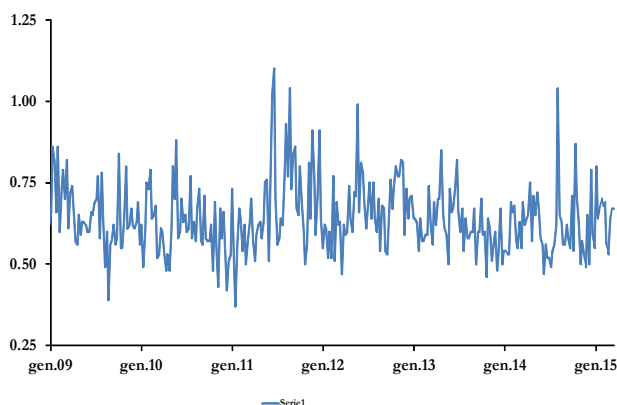


La volatilità sulla borsa americana è leggermente salita, a seguito del temuto rialzo dei tassi d'interesse da parte della Fed.

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 (a sinistra) e Investitori Bear sul mercato azionario statunitense



Fonte: Bloomberg

Il numero degli investitori ribassisti e il put-call ratio non ci offrono per questo mese indicazioni utili, essendo in posizione neutra.

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.