



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 mondiale moderata	Crescita moderata
ISM index (USA)	rimbalzo	consolidamento
Consumer confidence (USA)	rimbalzo	stabile
PMI index (Euroland)	miglioramento da livelli bassi	debole
Condizioni monetarie	Neutrali	Neutrali
Liquidità (M2/M3)	crescita minima in EU	crescita debole
Yield curve	stabile	movimento laterale
Corporate spread	in discesa	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)	stabile	
Bear ratio	in salita	

Strategia d'investimento

La Bce ha messo le basi per il contenimento della problematica del debito sovrano. La Fed ha partorito un ulteriore generoso quantitative easing, con acquisti di mortgage-backed securities per un ammontare di 40 miliardi di US\$ al mese fino a che l'occupazione non avrà raggiunto livelli accettabili e l'inflazione non si sarà manifestata. Resta in vigore il piano per aumentare la durata media del portafoglio della banca centrale statunitense. Il target range dello 0-1/4% sui tassi dei Fed funds resterà con tutta probabilità valido almeno fino a metà 2015. I dati economici pubblicati sono stati mediamente al di sotto delle aspettative, per esempio la revisione del PIL statunitense del secondo trimestre ha portato la crescita a un minimo 1.3%, ma le misure decise dalle banche centrali possono evitare la recessione generalizzata e aggiungere qualche decimale ai tassi di crescita.

Per quel che riguarda il mercato governativi core, i rendimenti dei Paesi considerati free-risk sulla parte a 2 anni sono risaliti al di sopra dello zero segnalando un primo importante riposizionamento dell'enorme quantità di denaro potenzialmente alla ricerca di ritorni decenti. I rendimenti fino a 3 anni di paesi periferici sono scesi già significativamente, mentre le parti medio - lunghe delle curve, a fronte di rischiosità non trascurabili, presentano potenzialità di apprezzamento significative. Riteniamo quindi che si possa continuare a investire su temi governativi periferici europei con un approccio improntato al buy on deep. La carta corporate ha offerto una buona performance durante il mese, soprattutto quella con rating prossima a BBB a causa del calo degli spread. Rimaniamo costruttivi su carta corporate investment grade così come, in particolare su carta high yield.

Il mercato azionario ha corso prima e dopo le misure annunciate dalle banche centrali e sta ora consolidando. Crediamo che le condizioni quadro siano migliorate rispetto al recente passato e puntiamo sulla continuazione dell'attuale trend. Consigliamo di considerare acquisti su debolezza soprattutto sull'Europa e sui settori ciclici, più attrattivi dei difensivi.

Il mese di settembre è stato, da un punto di vista valutario, alquanto denso di eventi. Si è delineata una chiara tendenza da parte dei governi dei principali paesi a indebolire le proprie valute per ravvivare i consumi e di conseguenza la produzione interna. All'appello mancava solo la banca centrale inglese, la quale dopo la conferenza di inizio ottobre, coerentemente con la sua strategia valutaria ha lasciato invariati i tassi di interesse sui depositi.

Nei tre portafogli in gestione, oltre a monete come EUR, CHF e USD, continuiamo a mantenere una diversificazione con divise ad alto rendimento e buoni fondamentali del paese, come MXN, TRY e ZAR. Il portafoglio EUR è diversificato del 24.50%, quello in USD dell'8% e in CHF per un totale del 19.8%.



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 = 😐

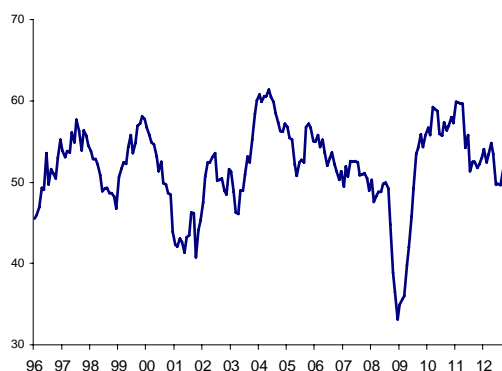
- sottoponderare = 😞

- fortemente sottoponderare = 😞😞

Cambiamento rispetto alla situazione precedente : ↑ → ↓



USA: ISM Index

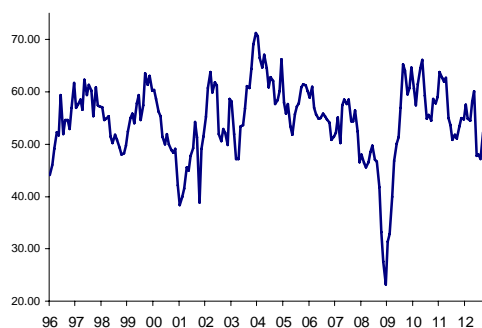


Fonte: Bloomberg

L'indice ISM (inchiesta sulle prospettive economiche effettuata tra i direttori agli acquisti statunitensi) è tornato in territorio positivo, dopo 3 mesi di contrazione dell'attività manifatturiera. Il dato ha colto di sorpresa gli economisti che prevedevano un dato parecchio più basso. All'origine l'ottimo livello della componente più importante, i nuovi ordini, che sono aumentati di oltre 5 punti a 52.3.

Il dato offre una possibilità che il futuro possa essere migliore di quanto visto negli scorsi mesi, ma gli altri dati economici pubblicati ci fanno concludere che il valore dell'indice ISM è destinato a consolidare nei prossimi mesi.

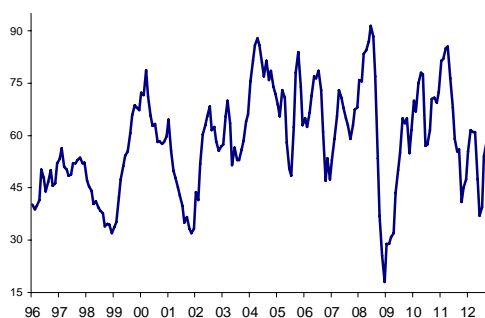
USA: ISM Index – Componente nuovi ordini



Fonte: Bloomberg

La componente nuovi ordini è rimbalzata al momento giusto, dopo 3 mesi di contrazione. Sospettiamo che il dato sia stato influenzato da un effetto base favorevole.

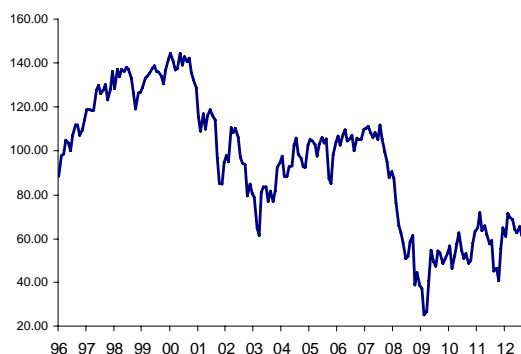
USA: ISM Index - Componente prezzi



Fonte: Bloomberg

La componente prezzi è salita con vigore, ma non crediamo alla luce della debolezza della congiuntura mondiale che esista un problema inflazione.

USA: Fiducia del consumatore



Fonte: Bloomberg

La fiducia del consumatore è salita al massimo degli ultimi 7 mesi, grazie al miglioramento del mercato immobiliare e all'incremento degli indici borsistici. Se dalla crescita del PIL e dalla creazione di nuovi posti di lavoro non si notano miglioramenti, la speranza di un aumento del prezzo degli immobili sta diventando una delle variabili veramente decisive per un miglioramento della congiuntura e del mercato del lavoro statunitense.

Eurolandia: PMI Index



Fonte: Bloomberg

Il PMI manifatturiero della zona euro è salito per il secondo mese consecutivo, ma da 14 mesi segnala una contrazione dell'attività manifatturiera. Sembra sempre più probabile che la recessione continui anche nel terzo trimestre. La situazione macro è difficile, con la crisi del debito sovrano che porta ad austerità e minor domanda interna.

Prospettive sulla crescita economica

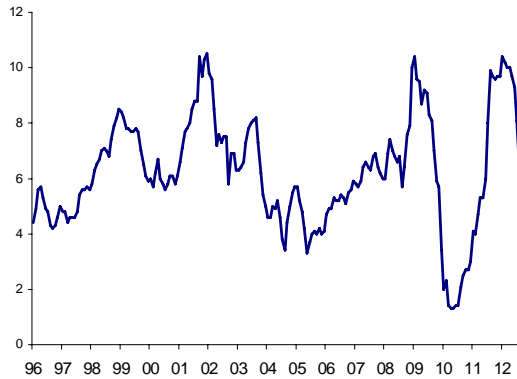
La Bce ha messo le basi per il contenimento della problematica del debito sovrano. La decisione della Fed che ha partorito un ulteriore generoso quantitative easing, con acquisti di mortgage-backed securities per un ammontare di 40 miliardi di US\$ al mese fino a che l'occupazione non avrà raggiunto livelli accettabili e l'inflazione non si sarà manifestata pericolosamente. Resta in vigore il piano per aumentare la durata media del portafoglio della banca centrale statunitense. Il target range dello 0-1/4% sui tassi dei Fed funds resterà con tutta probabilità valido almeno fino alla metà del 2015.

I dati economici pubblicati sono stati mediamente al di sotto delle aspettative, per esempio la revisione del PIL statunitense del secondo trimestre ha portato la crescita a un minimo 1.3%, ma le misure decise dalle banche centrali possono evitare la recessione generalizzata e aggiungere qualche cosa ai tassi di crescita.

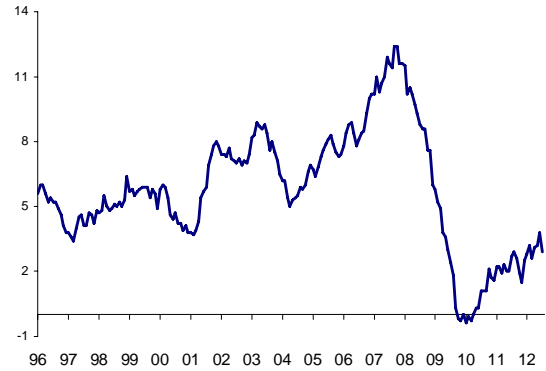
Secondo indicatore: condizioni monetarie

A) Massa monetaria

USA: M2 (crescita annuale)



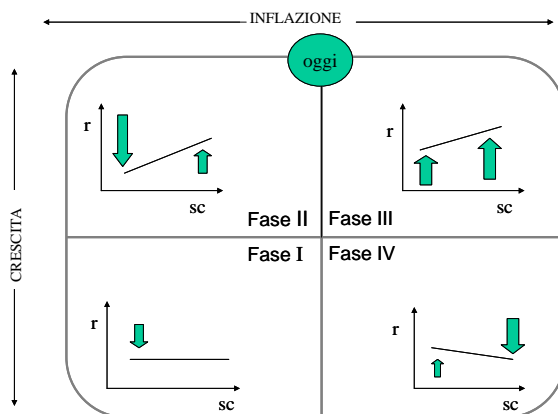
Eurolandia: ECB M3 (crescita annuale)



Fonte: Bloomberg

I crediti alle economie domestiche e alle aziende crescono, seppur in modo anemico, grazie alla disponibilità delle banche dei paesi europei più solidi ad erogare credito, mentre lo stesso rimane difficile nelle zone periferiche. Comunque il peggio sembra passato con la crescita della massa monetaria europea che sta gentilmente salendo.

B) Scenario economico e Yield curve



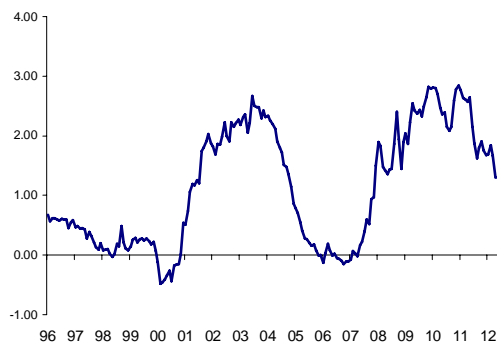
La preoccupazione della stragrande maggioranza delle banche centrali dei paesi sviluppati è la crescita e stanno tentando con tutti i mezzi reflazionare le loro economie.

Visto il grande inutilizzo di capacità produttive e di forza lavoro non crediamo, come oramai affermiamo dal 2009 a questa parte, che a breve termine l'inflazione possa uscire fuori controllo.

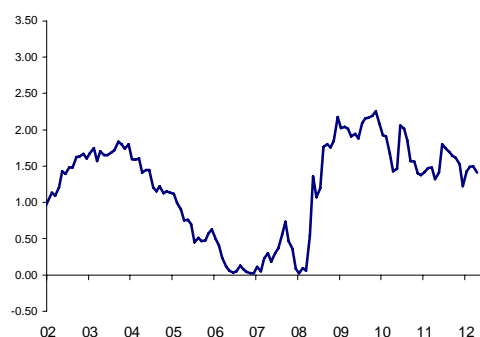
Utilizziamo quest'indicatore, in quanto esiste una chiara relazione tra lo scenario economico, espresso in crescita congiunturale e inflazione, con l'inclinazione della yield curve e l'andamento del mercato azionario. In questo contesto, la yield curve è definita come la differenza tra i rendimenti delle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

Per quel che riguarda il mercato governativi core, i rendimenti dei Paesi considerati free-risk sulla parte a 2 anni sono risaliti al di sopra dello zero segnalando un primo importante riposizionamento dell'enorme quantità di denaro potenzialmente alla ricerca di ritorni decenti. I rendimenti fino a 3 anni di paesi periferici sono scesi già significativamente, mentre le parti medio - lunghe delle curve, a fronte di rischiosità non trascurabili, presentano potenzialità di apprezzamento significative. Riteniamo quindi che si possa continuare a investire su temi governativi periferici europei con un approccio improntato al buy on deep.

C) Obbligazioni: corporate spread

Credit spread obbligazioni corporate in EUR



Lo spread delle obbligazioni corporate si è ulteriormente ristretto. A questi livelli bisogna essere molto selettivi e sfruttare le singole opportunità, per attutire eventuali rovesci di mercato.

Fonte: Bloomberg

Terzo indicatore: la valutazione dei mercati azionari

USA: P/E prospettico 12 mesi



Europa: P/E prospettico 12 mesi



Fonte: Nomura

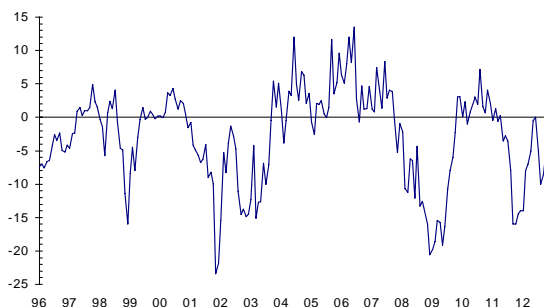
I multipli di valutazione sono saliti, grazie al movimento al rialzo sulle borse. La dilatazione dei P/E è il frutto delle misure prese dall'Europa per contenere il problema debito sovrano. Con le mosse di quantitative easing della Fed e di altre banche centrali i multipli di valutazione possono continuare ad espandersi, al momento l'unica via per vedere le borse salire ulteriormente, visto che le stime degli utili difficilmente torneranno a salire stabilmente nei prossimi mesi.

Quarto indicatore: la dinamica degli utili (EPS Momentum)

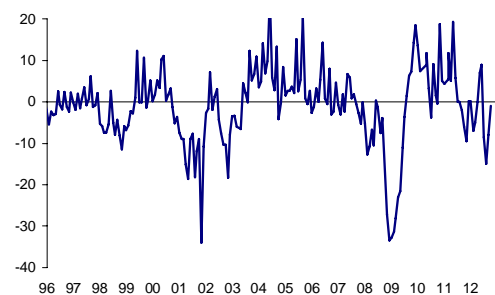
Il ritmo dei tagli nelle stime degli utili è diminuito e si appresta negli Stati Uniti a raggiungere l'equilibrio tra le stime al rialzo e quelle al ribasso. Resta comunque difficile immaginare la partenza di un trend positivo duraturo, alla luce della debole ripresa congiunturale. Di conseguenza difficilmente gli utili saranno un argomento di sostegno ai 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

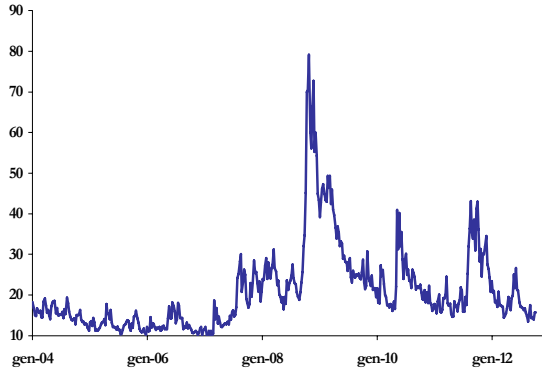


Fonte: Nomura



Quinto indicatore: il sentimento

Indice VIX (volatilità) sul CBOE

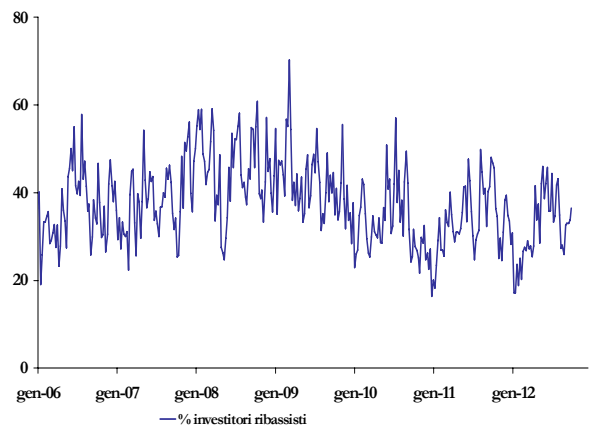
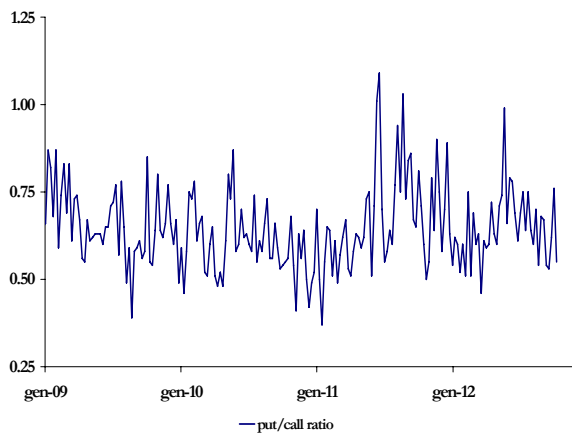


Fonte: Bloomberg

C'è molta discussione sull'interpretazione degli ultimi movimenti della volatilità: da una parte sembra scemato il valore predittivo della stessa, dall'altra c'è chi comunque ne evidenzia la validità, in quanto se è vero che non ha reagito al rialzo negli ultimi movimenti di consolidamento, è vero che ha comunque espresso una valida interpretazione della tranquillità di base degli investitori.

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 nel momento in cui la Fed ha annunciato il QE3 non ha raggiunto valori minimi, riconducibili a uno stato di euforia degli investitori e ha ricominciato a salire, segno che gli stessi non credono ancora in un trend al rialzo duraturo.

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.