

Strategia d'investimento

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

Bollettino mensile no. 10 – ottobre 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)	in discesa	rialzo
Consumer confidence (USA)	al rialzo	consolidamento
PMI index (Euroland)	consolidamento	in ripresa
Condizioni monetarie	Neutrali	
Liquidità (M2/M3)	accelerazione della crescita in EU	
Yield curve	curva regolare	
Corporate spread	in aumento	
Valutazione azioni	Neutrale	
P/E	care rispetto storico	
Earnings yield gap	sottovalutate rispetto ai tassi d'interesse	
Dinamica degli utili	Negativo	
EPS momentum	tornato negativo	
Sentimento	Negativo	
Indice VIX (volatilità)	al rialzo	
Bear ratio	al rialzo	

Strategia d'investimento

L'estate ci ha lasciato due chiare eredità. La crescita economica mondiale è stata rivista al ribasso e le banche centrali non riescono a creare inflazione. Gli investitori si sono concentrati soprattutto sul rischio di un forte rallentamento dell'economia cinese e più in generale dei paesi emergenti. Tutto questo si è tradotto in significative discese degli indici azionari e obbligazionari, dove solo i mercati core, in qualità di beni rifugio, sono riusciti ad avere ritorni positivi. Le altre asset class obbligazionarie, dai corporate IG, agli High Yield e, soprattutto, ai mercati emergenti, sono state caratterizzate da pesanti flessioni. Come ribadito più volte in passato crediamo che l'indebolimento della crescita economica cinese sia più il frutto delle politiche del governo atte ad alimentare il consumo privato a scapito di investimenti inutili che una deficienza strutturale.

A livello operativo consigliamo di iniziare ad accumulare rischio sul fronte corporate bonds, dove la discesa degli ultimi tempi ha aperto nuove opportunità. Diverso il discorso sui bond core. Il recupero in termini di prezzo delle ultime settimane, seppur giustificabile dal contesto di risk off, non è giustificato a nostro avviso in un'ottica value di più lungo periodo. Consigliamo quindi di mantenere duration molto basse sui portafogli.

Anche sulle azioni crediamo che il sentimento degli investitori sia alquanto depresso e inglobi nei prezzi molte delle preoccupazioni emerse negli ultimi mesi. Di conseguenza il rischio al ribasso è limitato. Di conseguenza, consigliamo di accumulare, senza tuttavia esporsi al massimo, in quanto la volatilità tornerà a offrire altre occasioni d'acquisto. Mercati preferiti Europa e Svizzera.

Sul fronte valutario, l'euro/dollaro statunitense continua ad attestarsi nell'intervallo 1.15 – 1.09. Se dal lato americano la decisione di posticipare il rialzo tassi ha tolto qualche certezza sul trade lungo dollaro, dal lato europeo la volontà di evitare un apprezzamento dell'euro sembra chiara. Proprio per la presenza di queste due forze contrastanti riteniamo che lo scenario più probabile per le prossime settimane sia ancora la continuazione della fase laterale. Aumentare le posizioni in dollari solo su debolezza. La situazione riguardante gli emerging market rimane incerta, ma iniziamo a intravedere timidi segnali di miglioramento dopo le turbolenze estive. Le divise che riteniamo possano mostrare un potenziale di apprezzamento nell'ultima parte dell'anno sono: rublo russo, peso messicano e lira turca. Rimaniamo negativi sul real brasiliano e divise asiatiche.



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) è vicino al valore di 50 che sancisce la crescita o la contrazione dell'attività manifatturiera. Il dato di settembre è il più basso da maggio 2013 e indica un momento di fiacca della congiuntura, dopo un ottimo secondo trimestre. La debolezza è da ascrivere alla diminuita domanda dai mercati emergenti e da considerare come momentanea.

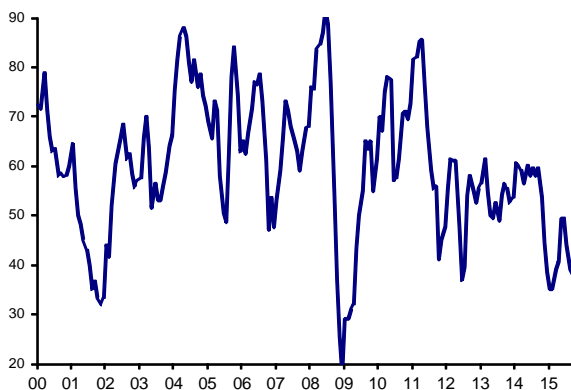
USA: ISM Index – Componente nuovi ordini



Fonte: Bloomberg

La componente nuovi ordini rispecchia anch'essa il momento di debolezza, scendendo da 51.7 a 50.1. È importante che quest'ultima non scenda ulteriormente, per tornare come ci aspettiamo a dare linfa all'attività industriale.

USA: ISM Index - Componente prezzi



Fonte: Bloomberg

La componente prezzi è uscita in sintonia con il momento che ha evidenziato la profonda discesa del comparto delle materie prime.

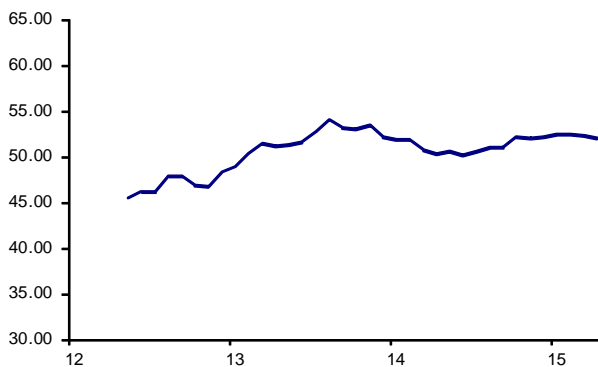
USA: Fiducia del consumatore



Fonte: Bloomberg

La fiducia del consumatore è salita a 103, il secondo dato più forte degli ultimi 8 anni. L'ottimo stato del mercato del lavoro ha prevalso sull'aumentata negatività sull'andamento dei mercati finanziari. Di supporto sicuramente anche il continuo aumento del prezzo degli immobili e la discesa del prezzo dei derivati del petrolio.

Eurolandia: PMI Index



Fonte: Bloomberg

L'indice precursore PMI manifatturiero è sceso a 52 nel mese di settembre, a causa soprattutto della riduzione della componente produzione. L'indice europeo ha tenuto discretamente bene rispetto ai suoi omologhi internazionali e tenendo conto dell'andamento della congiuntura mondiale. Questo significa che la parte domestica dell'economia del vecchio continente sta mostrando segnali di ripresa.

Prospettive sulla crescita economica

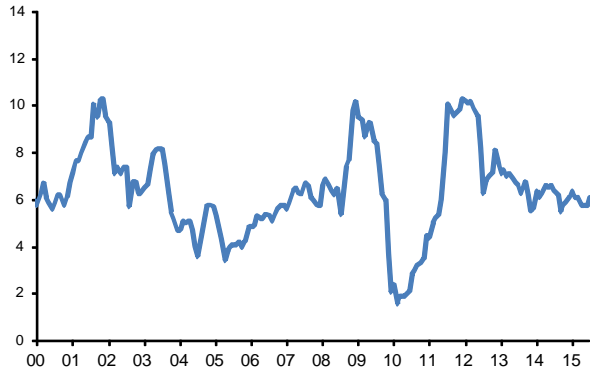
L'estate ci ha lasciato due chiare eredità. La crescita economica mondiale è stata rivista al ribasso e le banche centrali non riescono a creare inflazione. Gli investitori si sono concentrati soprattutto sull'andamento congiunturale cinese e il rischio di un suo forte rallentamento. L'attuale presidente cinese ha ribadito più volte nelle ultimi due anni che un ribilanciamento dei contributori della crescita è un punto centrale della politica economica. Vediamo di buon occhio questa decisione, in quanto in passato il mantra della crescita del PIL a tutti i costi ha creato investimenti inutili, con un aumento delle capacità produttive che hanno creato squilibri per l'eccessiva offerta su molti settori, anche a livello mondiale. Con una maggiore attenzione alla promozione del consumo privato si avrà un'economia cinese che crescerà a ritmi minori, ma sicuramente in modo più sano ed equilibrato rispetto al passato. A medio termine a vantaggio anche per il resto del mondo.

La congiuntura statunitense da prova di solidità. Dopo un primo trimestre deludente il secondo ha fatto registrare un +3.9%. L'altalena dovrebbe continuare anche nel terzo trimestre, con una crescita che non dovrebbe superare il +2%. Alcuni dati economici sono stati di recenti deboli, sia per motivi fisiologici che in sintonia con le ridotte prospettive nella congiuntura mondiale. Crediamo che l'economia statunitense sia su un trend di crescita solido, grazie principalmente all'ottimo andamento dell'occupazione e del mercato immobiliare, sia in termini di aumento del valore delle case che costruzione e vendita delle stesse.

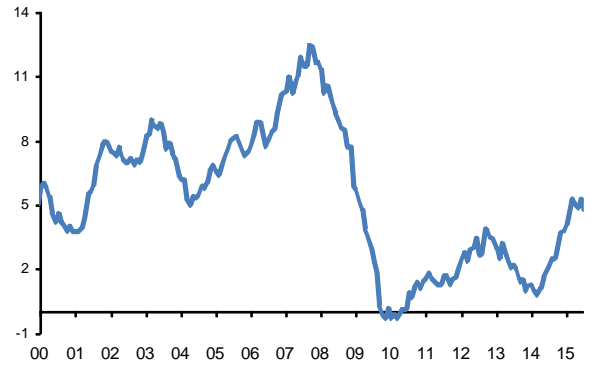
Secondo indicatore: condizioni monetarie

A) Massa monetaria

USA: M2 (crescita annuale)



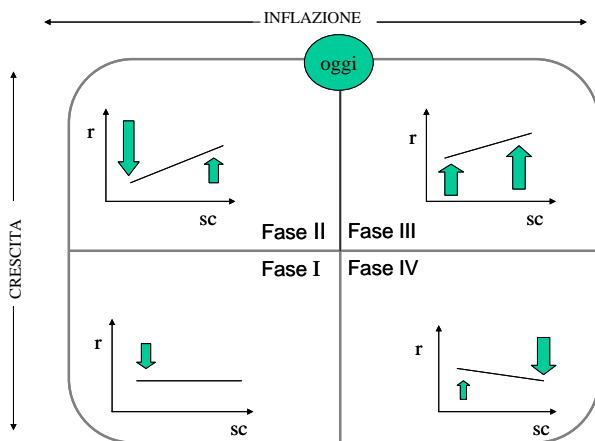
Eurolandia: ECB M3 (crescita annuale)



Fonte: Bloomberg

In Europa continua la crescita del credito, con incrementi a doppia cifra in alcuni paesi. Di conseguenza resta elevato anche il tasso di crescita della massa monetaria M3 europea.

B) Scenario economico e Yield curve

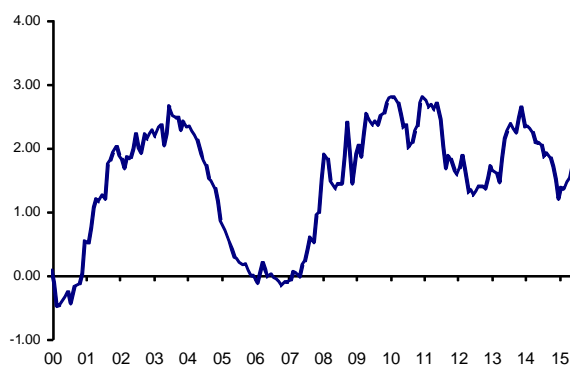


La pressione deflattiva ha ripreso vigore, a causa del crollo delle quotazioni delle materie prime e della revisione al ribasso della crescita economica mondiale. La Fed ha rinviato il suo primo rialzo dei tassi e la Bce è attesa a un ampliamento del suo quantitative easing.

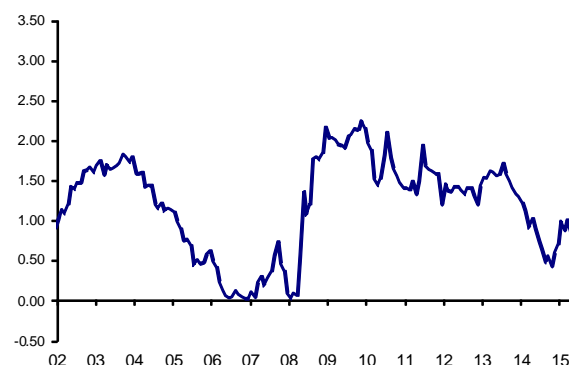
Utilizziamo quest'indicatore, in quanto esiste una chiara relazione tra lo scenario economico, espresso in crescita congiunturale e inflazione, con l'inclinazione della yield curve e l'andamento del mercato azionario. In questo contesto, la yield curve è definita come la differenza tra i rendimenti delle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

La curva dei rendimenti in dollari ha effettuato un importante movimento di *flattening*. La parte breve inizia a sentire l'avvicinarsi del primo rialzo tassi da parte della Fed, mentre i rendimenti sulla parte lunga scendono a causa del calo delle aspettative inflazionistiche. A questi livelli vogliamo mantenere sui mercati core duration corte.

C) Obbligazioni: corporate spread

Credit spread e obbligazioni corporate

Molti emittenti, soprattutto emergenti, sono stati pesantemente penalizzati dagli operatori. Crediamo che in questo ambito alcune valutazioni siano ampiamente rientrate sopra la soglia minima di interesse ed infatti stiamo iniziando ad accumulare posizioni di rischio.

Terzo indicatore: la valutazione dei mercati azionari

USA: P/E prospettico 12 mesi



Europa: P/E prospettico 12 mesi



Fonte: Nomura/Bloomberg

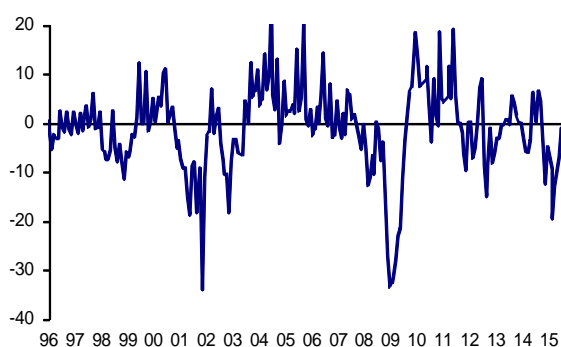
I multipli di valutazione dei mercati azionari sono scesi, in ragione della correzione sulle borse, in special modo europee. Il movimento è stato rallentato dalla revisione al ribasso delle stime degli utili, a causa della debolezza della congiuntura nei paesi emergenti come Cina, Russia e Brasile. Agli attuali livelli l'esagerazione è rientrata, ma non possiamo considerare come attrattivi i multipli di valutazione attuali. restano rotondi in un confronto storico, ma non eccessivi se confrontati al basso livello dei tassi d'interesse. Dal punto di vista dei fondamentali, è necessaria una migliore dinamica degli utili per giustificare un nuovo movimento al rialzo.

Quarto indicatore: la dinamica degli utili (EPS Momentum)

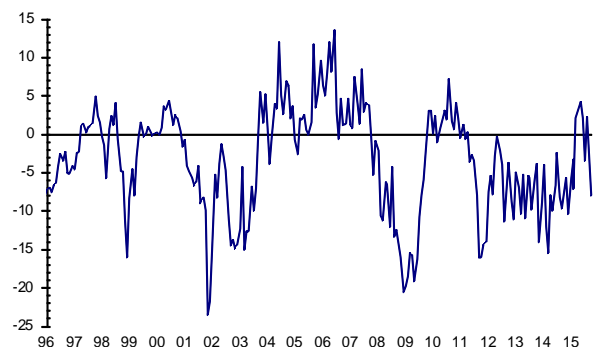
L'EPS momentum statunitense è subito tornato a scendere. Come spesso è successo negli ultimi trimestri, nell'imminenza della pubblicazione dei risultati, gli analisti tagliano le stime delle società che puntualmente escono al di sopra delle attese. Per il terzo trimestre le previsioni sono di una contrazione del 3.7% rispetto all'anno scorso. Crediamo che questi numeri possano essere ancora una volta superati, con la conseguenza di un EPS momentum al rialzo.

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

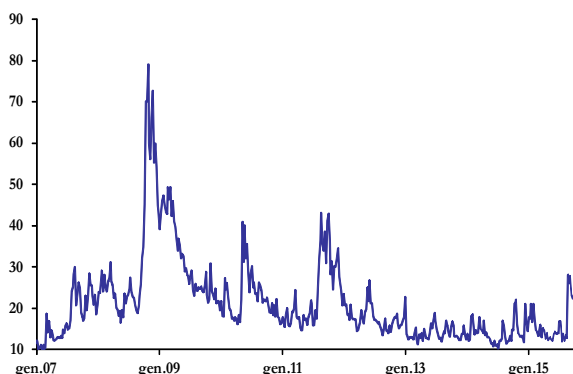


Fonte: Nomura



Quinto indicatore: il sentimento

Indice VIX (volatilità) sul CBOE

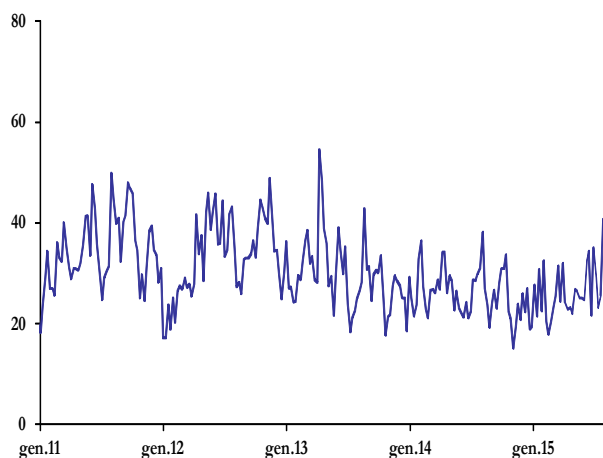
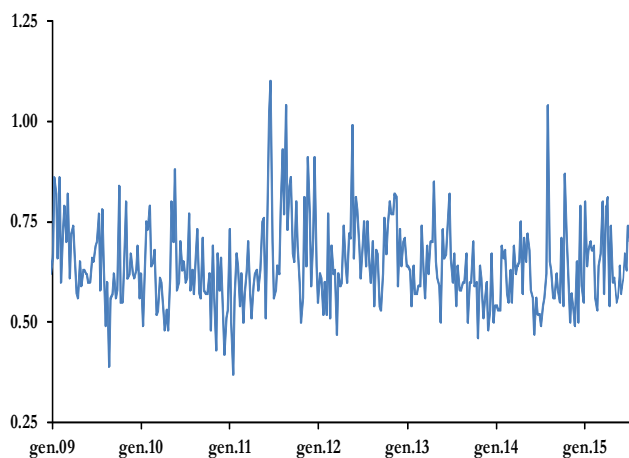


La volatilità è salita nell'ultimo mese a segnalare la preoccupazione degli investitori e la loro negatività rispetto all'andamento futuro della borsa americana.

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 di investitori Bear è salito settimana scorsa vicino ai massimi degli ultimi anni. Il sentimento degli investitori è decisamente depresso.

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.

