



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)	in ribasso	consolidamento
Consumer confidence (USA)	crollo	in ripresa
PMI index (Euroland)	in ribasso	consolidamento
Condizioni monetarie	Neutrali	Neutrali
Liquidità (M2/M3)	crescita debole	crescita debole
Yield curve	regolare	movimento laterale
Corporate spread	legg. aumento	stabile
Valutazione azioni	Attrattiva	
P/E	attrattivo	
Earnings yield gap	sottovalutato	
Dinamica degli utili	In rallentamento	In rallentamento
EPS momentum	consolidamento	consolidamento
Sentimento	Positivo	
Indice VIX (volatilità)	consolidamento	
Bear ratio	in ribasso	

Strategia d'investimento

Le problematiche macro dominano la scena. I politici non riescono a trovare un percorso che possa far intravedere una loro risoluzione. In questo momento, in Europa come negli Stati Uniti, i governi stanno usando male, anche quel poco di possibilità di manovra che il momento gli concede. Con queste premesse è difficile che privati e aziende abbiamo la forza di aumentare il loro livello di spesa, rispettivamente di investimenti. La congiuntura dei paesi sviluppati è destinata a una crescita ancora a ritmi minori rispetto alle già anemiche previsioni. Un ritorno in recessione non può essere escluso.

Sui portafogli obbligazionari abbiamo continuato a ridurre il rischio, soprattutto sulla parte dei perpetui e dei subordinati bancari. Ad agosto è continuato l'aumento anche irrazionale degli spreads e il mercato è risultato illiquido. In sostituzione, si è deciso di inserire una quota di titoli governativi a breve scadenza, per aumentare la solidità dei portafogli. La duration è mantenuta corta, in quanto la parte centrale della curva non offre un profilo rischio/rendimento allettante.

I mercati azionari mostrano fragilità. Le incertezze economiche e la mancanza di piani seri per risolverle pesano sulla fiducia degli investitori che richiedono un alto premio di rischio per detenere azioni. I multipli di valutazione si avvicinano a quelli fatti registrare durante la crisi finanziaria del 2008. Operativamente abbiamo ridotto le coperture e iniziato a essere più costruttivi sulle azioni, acquistando l'ETF sull'indice DAX, pesantemente colpito nelle scorse settimane. Riassumendo, vogliamo togliere rischio dalle obbligazioni per aumentare le azioni. Questa strategia potrebbe scontrarsi con un nuovo peggioramento della crisi finanziaria europea e in questo contesto è possibile che il mercato voglia ritestare l'area 1050 punti dello S&P 500; molti analisi tecnici sono di questa opinione.

La diversificazione più significativa è sui profili franco svizzero (13%), dove manteniamo aperta l'esposizione in EUR e TRY (lira turca) e abbiamo aggiunto una posizione KRW (won coreano). Per i portafogli denominati in dollari USA ed Euro la diversificazione è minima e contempla solo la lira turca.



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	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 : ⬆ ➔ ⬇



Primo indicatore: la congiuntura

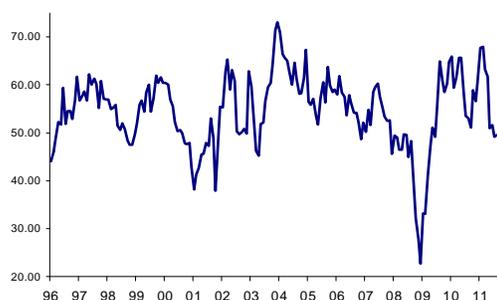
USA: ISM Index



Fonte: Bloomberg

L'indice ISM (inchiesta sulle prospettive economiche effettuata tra i direttori agli acquisti statunitensi) si è mantenuto contro le aspettative sopra quota 50, segnalando che il rallentamento congiunturale per il momento non si è manifestato con l'ampiezza temuta dalla comunità finanziaria. In leggera ripresa i nuovi ordini, ma per la prima volta dal maggio 2009 sotto il valore di 50 la componente produzione. I prossimi mesi saranno decisivi per capire se si uscirà dal rallentamento economico o se andremo incontro a qualcosa di peggio.

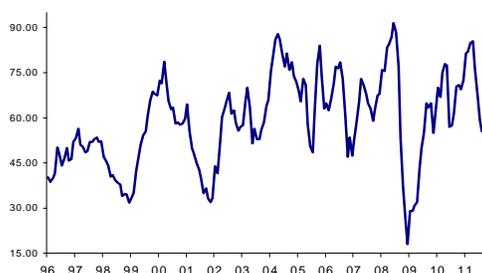
USA: ISM Index – Componente nuovi ordini



Fonte: Bloomberg

I nuovi ordini sono rimbalzati a ridosso dello spartiacque dei 50 punti, confermando debolezza ma non un tracollo. Nei prossimi mesi l'andamento di questa componente sarà da monitorare con la massima attenzione, in quanto ci dirà molto sul futuro della congiuntura.

USA: ISM Index - Componente prezzi



Fonte: Bloomberg

La componente prezzi continua il suo trend al ribasso, in sintonia con il ridimensionamento delle quotazioni delle materie prime. Un parziale toccasana per i margini operativi delle società che comunque hanno bisogno della crescita top-line per sostenere la redditività.

USA: Fiducia del consumatore



Fonte: Bloomberg

La fiducia del consumatore è crollata di quasi 15 punti, facendo registrare il minimo degli ultimi 2 anni. Il nervosismo sui mercati finanziari, le peggiorate previsioni economiche e il mercato immobiliare che non riesce a riprendersi, pesano come dei macigni. Senza un miglioramento nelle aspettative su uno di questi negativi, difficilmente il consumo potrà dare un contributo sostanziale alla crescita economica statunitense. Importante è comunque segnalare che spesso il dato sulla fiducia non è seguito da un comportamento reale da parte dei consumatori di corrispondente ampiezza.

Eurolandia: PMI Index



Fonte: Bloomberg

Il PMI manifatturiero della zona euro conferma le difficoltà della congiuntura e si situa sotto la fatidica quota di 50 (49). È il dato più basso degli ultimi due anni. La Germania è l'unico paese dell'area euro con un PMI che rimane marginalmente sopra 50. Italia a 47 e Spagna a 45.3. I nuovi ordini sono scesi di quasi 14 punti in 6 mesi e le scorte stanno lentamente risalendo, dopo mesi di costante riduzione. Questo dato è coerente con una crescita del GDP europeo prossima allo zero.

Prospettive sulla crescita economica

Le problematiche macro dominano la scena. I politici non riescono a trovare un percorso che possa far intravedere una loro risoluzione. In questo momento, in Europa come negli Stati Uniti, i governi stanno usando male, anche quel poco di possibilità di manovra che il momento gli concede. Con queste premesse è difficile che privati e aziende abbiano la forza di aumentare il loro livello di spesa, rispettivamente di investimenti. La congiuntura dei paesi sviluppati è destinata a una crescita ancora a ritmi minori rispetto alle già anemiche previsioni. Un ritorno in recessione non può essere escluso.

Secondo indicatore: condizioni monetarie

A) Massa monetaria

USA: M2 (crescita annuale)



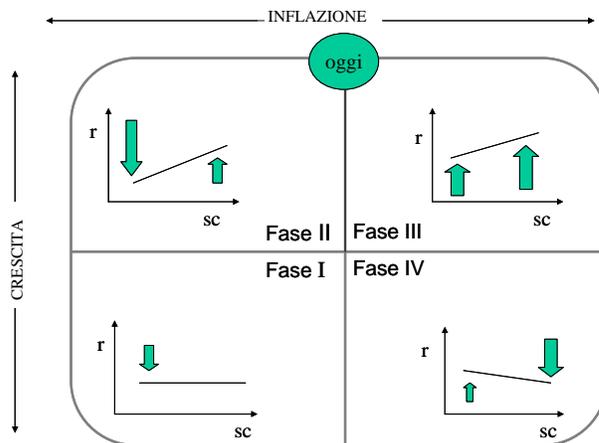
Eurolandia: ECB M3 (crescita annuale)



Fonte: Bloomberg

La crescita minima della massa monetaria europea è figlia della difficile espansione del credito. Le banche hanno ristretto le condizioni di accesso al credito e le società per quanto possibile fanno i salti mortali per generare maggiore cash flow per evitare di doversi indebitarsi con spread in chiaro aumento. Con questo scenario difficilmente la massa monetaria andrà a crescere nei prossimi mesi, ma vediamo purtroppo un problema contrario di mancato di stimolo alla congiuntura.

B) Scenario economico e Yield curve

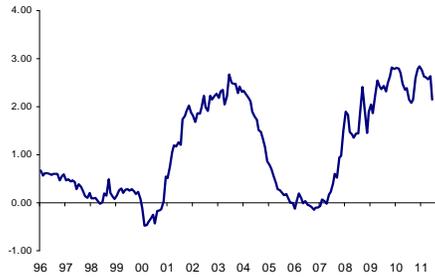


Una delle nostre opinioni forti sulle variabile macroeconomiche ha trovato purtroppo conferma negli avvenimenti delle ultime settimane. Dalla crisi del 2008 sosteniamo che il problema non è l'inflazione, ma la mancanza di crescita economica. Stampare moneta non è di per se inflazionistico se i meccanismi di trasmissione non funzionano, in altre parole se il credito non viene stimolato, fino al punto di essere fuori controllo. Siamo molto lontani da questa situazione.

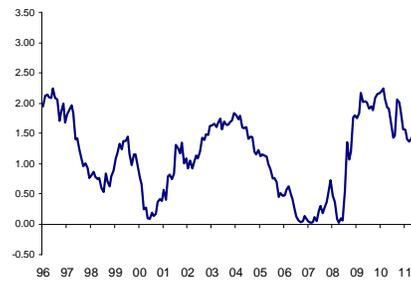
Utilizziamo quest'indicatore, in quanto esiste una chiara relazione tra lo scenario economico, espresso in crescita congiunturale e inflazione, con l'inclinazione della yield curve e l'andamento del mercato azionario. In questo contesto, la yield curve è definita come la differenza tra i rendimenti delle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

Sui portafogli obbligazionari abbiamo continuato a ridurre il rischio, soprattutto sulla parte dei perpetui e dei subordinati bancari. Ad agosto è continuato l'aumento anche irrazionale degli spreads e il mercato è risultato illiquido. In sostituzione, si è deciso di inserire una quota di titoli governativi a breve scadenza, per aumentare la solidità dei portafogli. La duration è mantenuta corta, in quanto la parte centrale della curva non offre un profilo rischio/rendimento allettante.

C) Obbligazioni: corporate spread

Credit spread obbligazioni corporate in EUR



Fonte: Bloomberg

Lo spread si è allargato, soprattutto sul segmento high yield. Consigliamo, soprattutto in caso di esposizioni eccessive, una loro riduzione.

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 rimangono vicini ai minimi del 2009 segno che gli investitori credono a una forte riduzione delle stime degli utili (dell'ordine del 15-20%). In queste fase di forte negativismo e incertezza gli investitori chiedono un premio di rischio maggiore per detenere azioni e di conseguenza mettono pressione ai multipli di valutazione. Per il momento non vediamo le condizioni che possano portare a una tendenza duratura dell'espansione del P/E. Prima che questo avvenga, necessitiamo di intravedere un percorso che possa portare alla risoluzione delle problematiche sul tappeto.

Quarto indicatore: la dinamica degli utili (EPS Momentum)

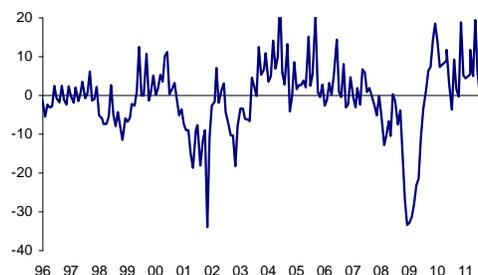
Le stime degli utili aziendali sono in discesa. L'EPS Momentum europeo è da tempo in territorio negativo, mentre anche negli Stati Uniti le previsioni sono iniziate a scendere e se lo scenario di crescita prossima allo zero venisse confermato, hanno ancora spazio per essere tagliate. I risultati trimestrali USA hanno confermato la qualità del management dei grandi gruppi aziendali, ma senza crescita delle vendite (discreta fino a giugno) le società avranno difficoltà a confermare le attuali stime nei prossimi due trimestri. Di conseguenza l'EPS Momentum non potrà essere di aiuto al mercato.

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

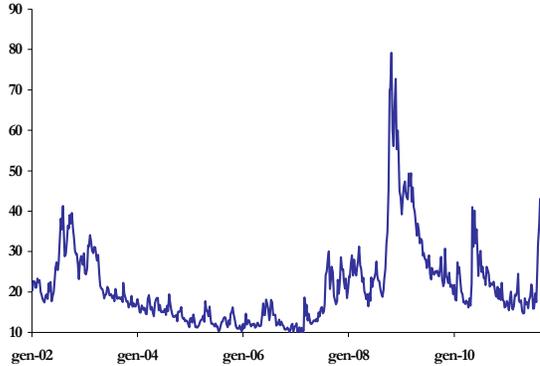


Fonte: Nomura



Quinto indicatore: il sentimento

Indice VIX (volatilità) sul CBOE

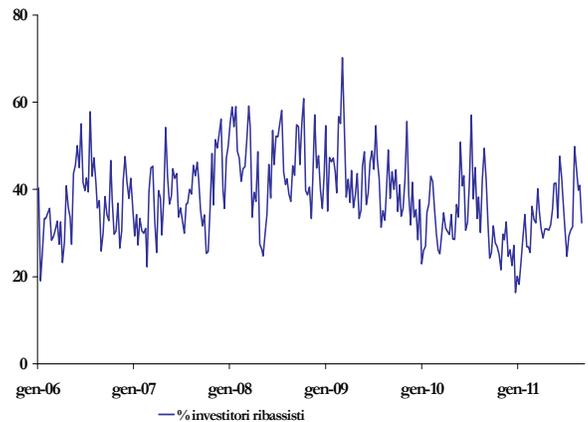
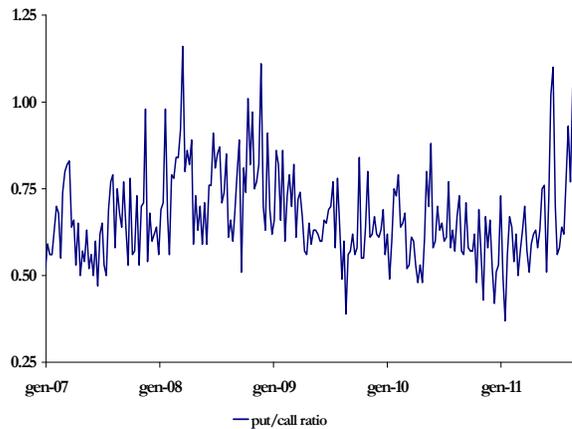


Fonte: Bloomberg

Il rimbalzo dell'indice VIX è in parte rientrato, ma crediamo sia dovuto alla reazione dalla profonda condizione di oversold del mercato azionario. La volatilità resterà elevata nei prossimi mesi, in quanto le problematiche sul tappeto sono lungi dall'essere risolte.

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

Sia la percentuale di investitori ribassisti che il rapporto put/call sono rientrati dalla posizione, in cui segnalavano un discreto pessimismo. A breve questi indicatori sono destinati a salire.

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.