



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	USA in miglioramneto	Crescita moderata
ISM index (USA)	rialzo	consolidamento
Consumer confidence (USA)	rimbalzo	in ripresa
PMI index (Euroland)	consolidamento	consolidamento
Condizioni monetarie	Neutrali	Neutrali
Liquidità (M2/M3)	neutrale	crescita debole
Yield curve	stabile	movimento laterale
Corporate spread	stabile	in discesa
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)	al ribasso	
Bear ratio	al ribasso	

Strategia d'investimento

Continua il buon momento della congiuntura americana che controbilancia l'attesa recessione in Europa. Anche l'Asia dovrebbe approfittare dalla ripresa congiunturale negli Stati Uniti. Per il momento l'economia mondiale non sembra soffrire più di tanto dalla debolezza congiunturale europea e se le cose non dovessero precipitare nel Vecchio Continente, la prima parte del 2012 si presenterà con un'economia mondiale in discreta crescita. L'area asiatica rappresenterà più del 50% dell'aumento. Negli Stati Uniti, dopo un'estate debole, il circolo virtuoso ha ripreso forza, con l'aumento della domanda interna che ha stimolato la ripresa dell'occupazione e si è tradotta in un ottimismo che alimenterà il consumo privato. La discesa della disoccupazione è uno degli elementi chiave per la stabilità della ripresa. A livello strategico rimaniamo dell'avviso che sia opportuno mantenere una duration corta in ambito governativo ("safe"), approfittando di eventuali movimenti di storno del lungo per instaurare delle posizioni tattiche.

La convinzione che i rendimenti possano rimanere bassi per un vasto periodo di tempo, soprattutto nel momento di una maggiore tranquillità sul fronte sostenibilità del debito, potrebbe tramutarsi in un ampio rientro degli spread su nomi corporate. Per approfittare di questa opportunità riteniamo che il percorso da scegliere sia quello di un'ampia diversificazione in termini di valuta, emittenti e scadenze, cercando di limitare l'esposizione al settore finanziario.

Il rally di fine anno è stato di modesta entità rispetto alla media, ma ha portato soprattutto negli Stati Uniti gli indicatori di sentimento su livelli compatibili con una fase di consolidamento. Malgrado una valutazione delle azioni attraente e prospettive aziendali interessanti, ogni notizia negativa potrebbe innescare un nuovo movimento correttivo. Per il momento non aumentiamo l'esposizione al rischio e siamo pronti ad intervenire tramite futures, se il consolidamento si dovesse manifestare. Le aree geografiche preferite sono l'Europa e l'Asia.

La diversificazione adottata per l'inizio del nuovo anno vede la chiusura delle esposizioni aperte contro corona norvegese e svedese che si sono portate sui massimi. Come investimento a medio termine vediamo del valore in queste monete e su ribassi andremo ancora ad accumularle. Al portafoglio in CHF, riduciamo del 4% l'esposizione di euro (portandola al 15%), incrementando in parti uguali (2%) rublo e lira turca, arrivando così a un'esposizione totale del 26%. I portafogli euro e dollaro sono diversificati per un totale dell'11.50%.



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

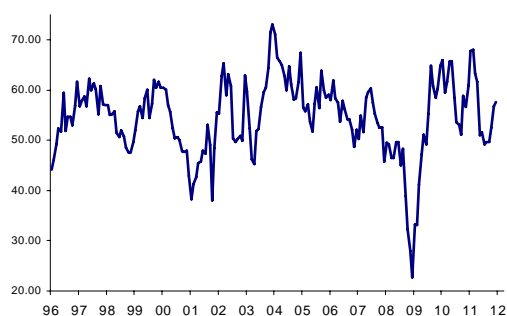
USA: ISM Index



Fonte: Bloomberg

L'indice ISM (inchiesta sulle prospettive economiche effettuata tra i direttori agli acquirenti statunitensi) è risultato al rialzo nel mese di dicembre. Il settore manifatturiero finisce l'anno in buona salute con le componenti nuovi ordini, produzione e occupazione tutte al rialzo. Questo permetterà alla congiuntura statunitense di iniziare il 2012, con un interessante ritmo di crescita.

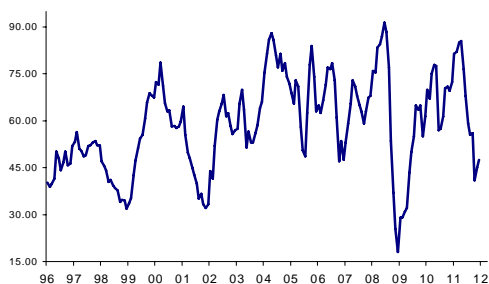
USA: ISM Index – Componente nuovi ordini



Fonte: Bloomberg

Per il terzo mese consecutivo la componente nuovi ordini è salita, e ora a quota 57.9 è di buon auspicio per lo sviluppo a breve dell'indice generale. La fila di tre mesi estivi in contrazione è stata ribaltata, un dato anche questo che sottolinea il cambiamento di direzione della congiuntura americana.

USA: ISM Index - Componente prezzi



Fonte: Bloomberg

La componente prezzi si mantieni a livelli non preoccupanti, in linea con la debolezza nelle quotazioni della maggioranza delle materie prime, petrolio escluso, espressa negli scorsi mesi.

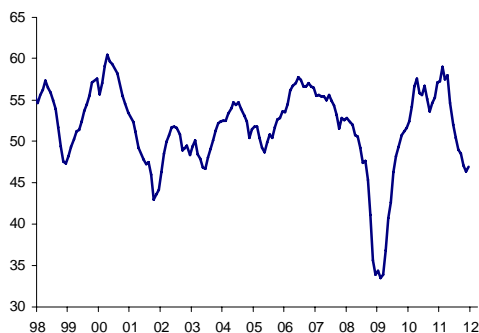
USA: Fiducia del consumatore



Fonte: Bloomberg

La fiducia del consumatore è aumentata di quasi 10 punti, sorprendendo le stime più ottimistiche. Il dato rappresenta il massimo degli ultimi 8 mesi, grazie alla migliorate aspettative sul mondo del lavoro e conferma il buon momento della congiuntura americana che sta vivendo un momento di accelerazione del consumo privato. Da questo punto l'inizio del 2012 si prospetta discreto e di supporto alla dinamica congiunturale.

Eurolandia: PMI Index



Fonte: Bloomberg

Si è arrestata momentaneamente la discesa del PMI manifatturiero della zona euro che comunque permane sotto la soglia di 50, valore sopra il quale il settore industriale è in espansione. Sostanzialmente bene solo la Germania, a sottolineare le differenze nelle dinamiche congiunturali tra i paesi del Nord Europa e quelle dei paesi mediterranei.

Prospettive sulla crescita economica

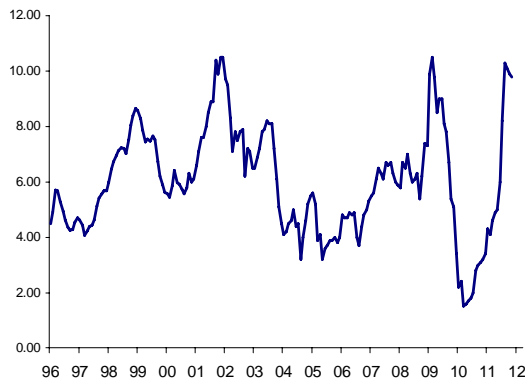
Continua il buon momento della congiuntura americana che controbilancia l'attesa recessione in Europa. Anche l'Asia dovrebbe approfittare dalla ripresa congiunturale negli Stati Uniti. Per il momento l'economia mondiale non sembra soffrire più di tanto dalla debolezza della congiuntura europea e se le cose non dovessero precipitare nel Vecchio Continente, la prima parte del 2012 si presenterà con un'economia mondiale in moderata crescita. L'area asiatica rappresenterà più del 50% dell'aumento.

Negli Stati Uniti, dopo un'estate debole, il circolo virtuoso ha ripreso forza, con l'aumento della domanda interna che ha stimolato la ripresa dell'occupazione e si è tradotta in un ottimismo che alimenterà il consumo privato. La discesa della disoccupazione è uno degli elementi fondamentali per la stabilità della ripresa, con l'aspetto positivo che i dipendenti statali stanno diminuendo, lasciando spazio a nuove assunzioni più in là nell'anno, in vista delle elezioni del presidente.

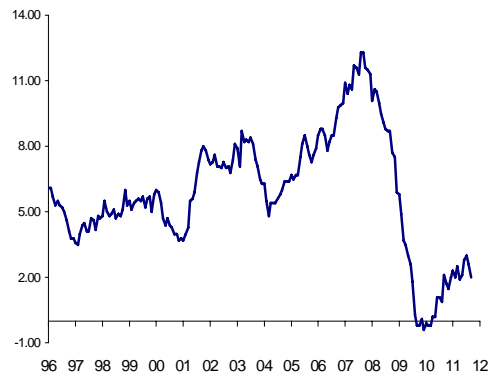
Secondo indicatore: condizioni monetarie

A) Massa monetaria

USA: M2 (crescita annuale)



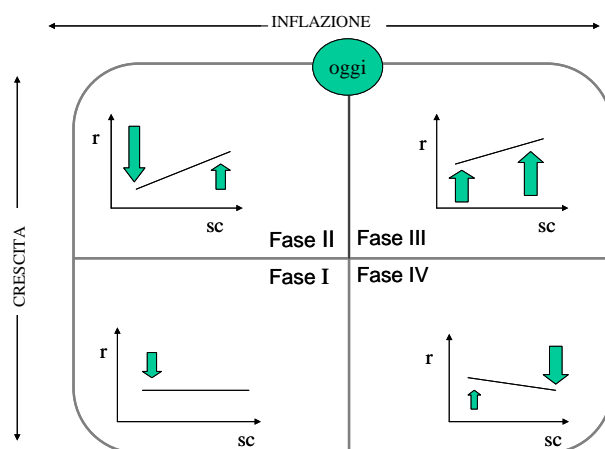
Eurolandia: ECB M3 (crescita annuale)



Fonte: Bloomberg

La crescita della massa monetaria è ulteriormente scesa a novembre al 2%, a causa di standard di credito più severi applicati dalle banche e dalla diminuzione della domanda. Le difficoltà, soprattutto nei paesi europei periferici, hanno purtroppo preso il sopravvento e non sarà facile rinvigorire il trend, a causa della necessità delle banche di ridurre il proprio bilancio.

B) Scenario economico e Yield curve

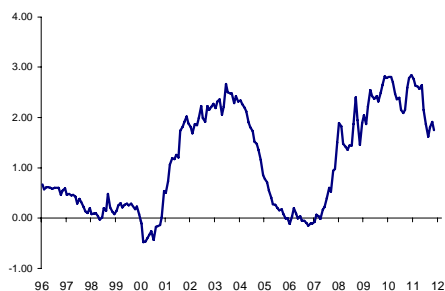


Attualmente il pericolo di deflazione è alto, soprattutto in Europa, tanto da creare pressione sui prezzi delle materie prime. Dopo la Fed anche la BCE ha riconosciuto nei fatti questa situazione e ha lasciato aumentare esponenzialmente i suoi attivi, al fine di sostenere sistema bancario e congiuntura. In Asia le banche centrali hanno la possibilità, visto la diminuita pressione dei prezzi al rialzo, di allentare la loro politica monetaria particolarmente restrittiva durante il 2011.

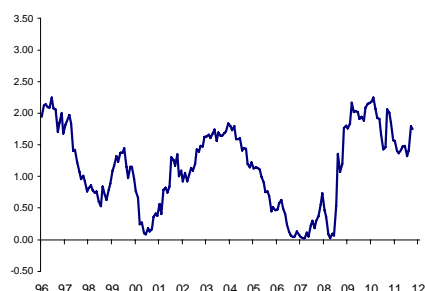
Utilizziamo quest'indicatore, in quanto esiste una chiara relazione tra lo scenario economico, espresso in crescita congiunturale e inflazione, con l'inclinazione della yield curve e l'andamento del mercato azionario. In questo contesto, la yield curve è definita come la differenza tra i rendimenti delle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

A livello strategico rimaniamo dell'avviso che sia opportuno mantenere una duration corta in ambito governativo ("safe"), approfittando di eventuali movimenti di storno del lungo per instaurare delle posizioni tattiche.

Non va inoltre sottovalutata la possibilità di un contesto a tassi bassi ad oltranza, una possibilità le cui probabilità crescono con il passare del tempo e che richiederebbe un approccio differente al reddito fisso. Indipendentemente dal fatto che questa ipotesi si concretizzi o meno, nell'anno appena iniziato ci sembra opportuno non sottovalutare il contesto high yield.

C) Obbligazioni: corporate spread

Credit spread obbligazioni corporate in EUR



Fonte: Bloomberg

La convinzione che i rendimenti possano rimanere bassi per un vasto periodo di tempo infatti, soprattutto nel momento di una maggiore tranquillità sul fronte sostenibilità del debito, potrebbe tramutarsi in un ampio rientro degli spread su nomi corporate. Per approfittare di questa opportunità riteniamo che il percorso da scegliere sia quello di un'ampia diversificazione in termini di valuta, emittenti e scadenze, cercando di limitare l'esposizione al settore finanziario.

Terzo indicatore: la valutazione dei mercati azionari

USA: P/E prospettico 12 mesi



Europa: P/E prospettico 12 mesi



Fonte: Nomura

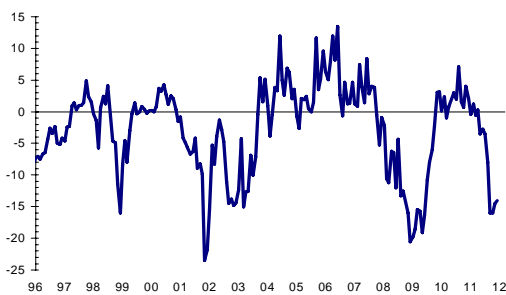
I multipli di valutazione hanno rialzato leggermente la testa, grazie al modesto rally sulle borse. La spada di Damocle del debito sovrano europeo non permette al P/E di dilatarsi ulteriormente. Infatti alla luce delle pesanti incertezze, gli investitori richiedono un premio di rischio insolitamente alto per detenere azioni. Solo un accordo completo sul debito sovrano europeo può diminuire questo premio e permettere una ripresa decisa dei mercati azionari.

Quarto indicatore: la dinamica degli utili (EPS Momentum)

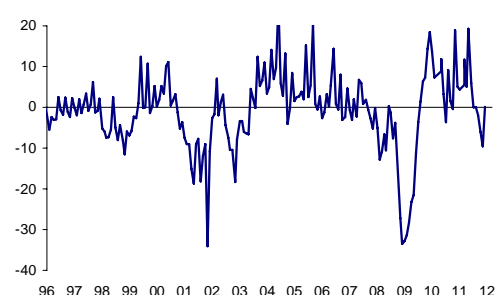
L'EPS momentum sarà influenzato dalla imminente stagione delle trimestrali. Le aspettative sulla crescita degli utili per il 4° trimestre 2011 negli Stati Uniti sono state ridotte della metà negli ultimi mesi e si fissan a +7%, un dato che può essere superato. Non crediamo che tale evenienza possa giovare più di tanto al mercato azionario, in quanto quest'ultimo è dominato da paure macroeconomiche più che da considerazioni micro. In Europa, gli utili sono sotto pressione, a causa delle difficoltà congiunturali e ci aspettiamo qualche notizia societaria negativa che dovrebbe pesare negativamente sull'EPS Momentum.

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

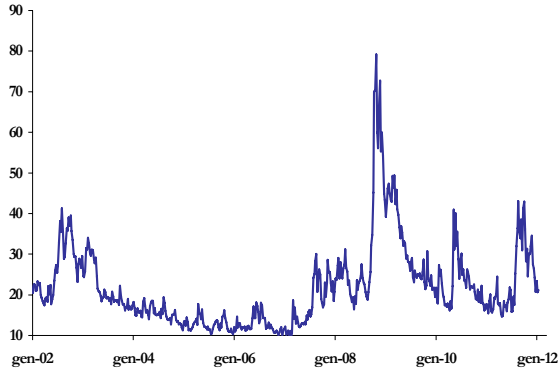


Fonte: Nomura



Quinto indicatore: il sentimento

Indice VIX (volatilità) sul CBOE

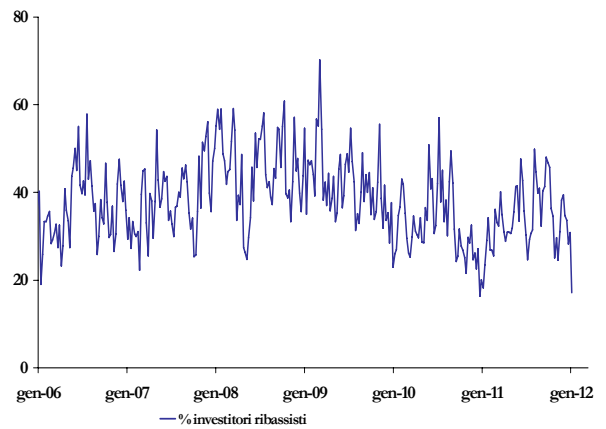
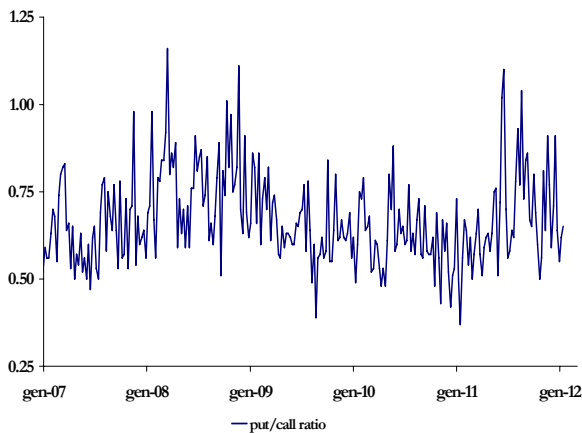


Fonte: Bloomberg

L'indice VIX è sceso in modo netto, in sintonia con la fase di mercato positiva. In questo momento, il mercato prezza una situazione di tranquillità che non corrisponde alla realtà. Alla prima notizia negativa la volatilità è destinata a salire.

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 a livelli molto compiacenti che solitamente sono compatibili con un movimento di consolidamento sulle borse.

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.