



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)	in ribasso	in ripresa
PMI index (Euroland)	in ribasso	consolidamento
Condizioni monetarie	Neutrali	Favorevoli
Liquidità (M2/M3)	crescita debole	crescita debole
Yield curve	regolare	movimento laterale
Corporate spread	stabile	stabile
Valutazione azioni	Corretta	
P/E	neutrale	
Earnings yield gap	sottovalutato	
Dinamica degli utili	In rallentamento	In rallentamento
EPS momentum	consolidamento	consolidamento
Sentimento	Positivo	
Indice VIX (volatilità)	al rialzo	
Bear ratio	stabile	

Strategia d'investimento

Gli indici precursori sono sensibilmente scesi nel mese di maggio e ci dicono che la congiuntura mondiale è in rallentamento. Ci aspettiamo che questa fase sia transitoria e che le economie occidentali possano continuare la loro ripresa (lenta). Impressiona l'incapacità dell'economia statunitense nel creare nuova occupazione, tanto più che la produzione è aumentata sostanzialmente negli ultimi 2 anni, ma con quasi 7 milioni di impieghi in meno. La ricerca ossessiva della produttività e il dislocamento all'estero di parte della produzione impone al gigante americano di trovare nuove soluzioni per creare posti di lavoro, necessarie al fine di dare solidità alla congiuntura.

La strategia obbligazionaria rimane immutata: la parte centrale va evitata a favore del breve, mentre il lungo a questi livelli va mantenuto ma non più acquistato se non in fase di debolezza. A livello di corporate si pone l'accento sulle società così dette "super sicure"; questi debitori a questo punto pagano un differenziale contro i governativi talmente ridotto che è opportuno ridimensionare le eventuali esposizioni per evitare sorprese (ultimo esempio in ordine cronologico, Nokia).

Le incertezze legate alle difficoltà di creare di posti di lavoro in Occidente e i timori sullo sviluppo congiunturale hanno dato il la al consolidamento sulle borse, per il momento ordinato e limitato. Questo potrebbe preludere a un nuovo movimento al ribasso. Consigliamo di continuare a coprire la quota azionaria attraverso strutture in opzioni. Alla luce dell'ottima salute dei conti societari, nuove debolezze possono essere sfruttate per accumulare. In zona 1250 punti sull'indice S&P 500, corrispondente ai minimi di marzo e alla media mobile dei 200 giorni, abbiamo un primo interessante supporto che potrebbe tenere ed essere sfruttato per ridurre le coperture o iniziare ad accumulare. Successivamente l'area attorno ai 1200 offre un interessante punto di entrata.

L'euro pur mostrando forza nei confronti del dollaro statunitense è una valuta che mostra parecchie criticità, per cui consigliamo una diversificazione vicina ai massimi sui portafogli denominati in questa valuta. La lira turca rimane sotto pressione, ma crediamo che alla lunga il notevole carry e la solidità dell'economia daranno soddisfazioni. Abbiamo sfruttato l'ultima fase di debolezza per incrementare la posizione al 6%. Il rublo resta interessante, ma la sua parziale correlazione con il dollaro USA ne ha penalizzato l'apprezzamento. Sul franco svizzero le posizioni rimangono coperte fino a 1.20 contro euro e per il momento questo supporto sembra offrire una certa sicurezza.



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 *)	😊	→

*) Lira turca, rublo, peso messicano, yuan

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 = 😞

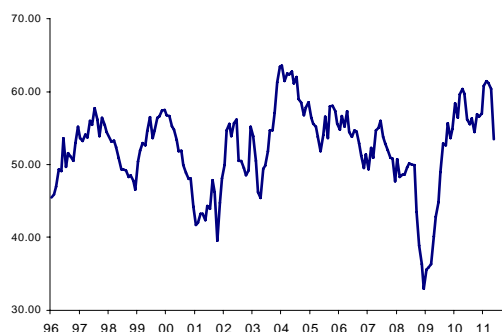
- fortemente sottoponderare = 😞😞

Cambiamento rispetto alla situazione precedente : ↑ → ↓



Primo indicatore: la congiuntura

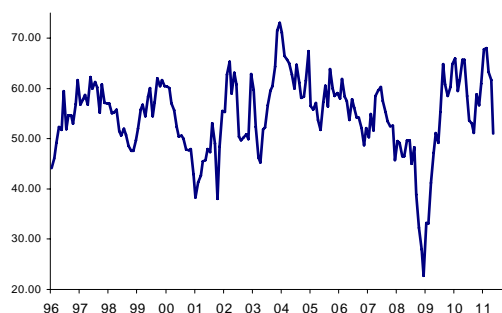
USA: ISM Index



Fonte: Bloomberg

L'indice ISM (inchiesta sulle prospettive economiche effettuata tra i direttori agli acquisti statunitensi) ha subito un crollo nel mese di maggio. Un consolidamento era atteso anche per la pubblicazione di altri deboli dati economici. Sicuramente ha sorpreso l'ampiezza (-6.9 punti), con nuovi ordini e produzione in netto declino, ma situazioni particolari, come le difficoltà nell'approvvigionamento di componenti, a seguito del terremoto in Giappone, potrebbero aver peggiorato oltre misura il dato.

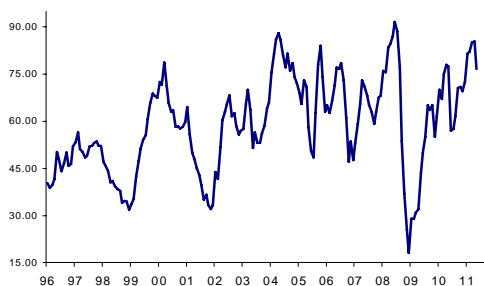
USA: ISM Index – Componente nuovi ordini



Fonte: Bloomberg

I nuovi ordini sono scesi di oltre 10 punti, un movimento sicuramente insolito che non è giustificato dall'andamento congiunturale attuale e futuro. Ci attendiamo quindi un rialzo in giugno che vada a controbilanciare in parte questo dato negativo.

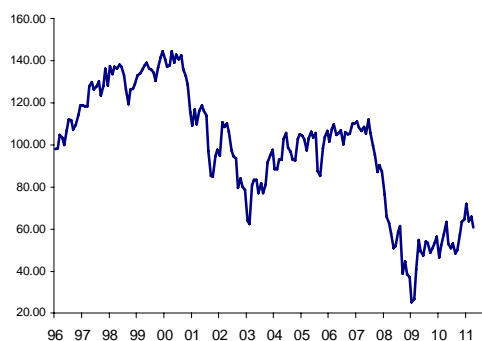
USA: ISM Index - Componente prezzi



Fonte: Bloomberg

L'indice dei prezzi è anch'esso sceso significativamente (-9 punti), a seguito della riduzione dei prezzi delle materie prime nelle ultime settimane. La tendenza potrebbe continuare, soprattutto se le paure di un rallentamento congiunturale dovessero concretizzarsi. Per il momento le aziende stanno lavorando per rendere più efficienti i propri sistemi produttivi, in quanto il fenomeno del caro materie prime potrebbe subire una pausa, ma sarà presente anche negli anni a venire.

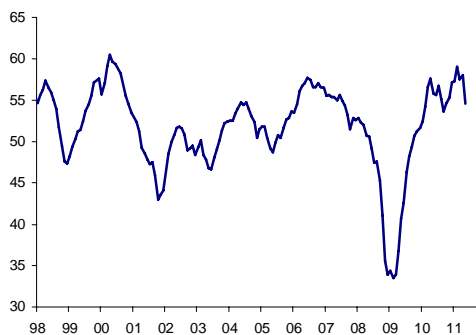
USA: Fiducia del consumatore



Fonte: Bloomberg

La fiducia del consumatore è scesa al minimo degli ultimi 6 mesi, in ragione di una visione più cupa sull'occupazione e sulla congiuntura statunitense più in generale. Il consumo privato non può dare il contributo che storicamente ha avuto nelle scorse riprese, in quanto anche il prezzo degli immobili ha ricominciato a scendere (indice S&P/Case-Shiller - 5.1% yoy). Sicuramente la creazione di posti di lavoro deve accelerare e la ricchezza stabilizzarsi prima di registrare un aumento sostanziale del consumo privato.

Eurolandia: PMI Index



Fonte: Bloomberg

Il PMI manifatturiero della zona euro è sceso come il suo omonimo statunitense, in parte a causa delle difficoltà di approvvigionamento di componenti, a seguito del terremoto in Giappone. Si delinea comunque anche un più generale rallentamento dell'attività industriale, dagli alti livelli, difficilmente sostenibili, registrati negli scorsi mesi. In particolare in difficoltà la Spagna che fa registrare 3 mesi di contrazione e prelude a un debole secondo trimestre, dopo la sorpresa positiva di inizio anno.

Prospettive sulla crescita economica

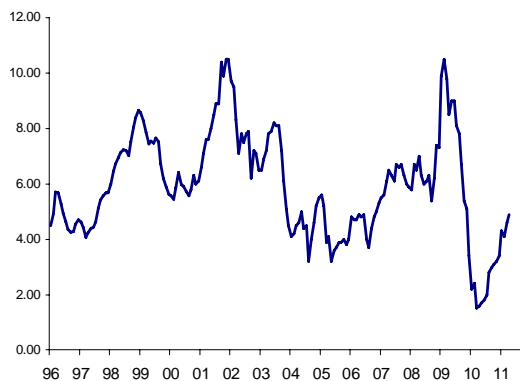
Gli indici precursori sono sensibilmente scesi nel mese di maggio e ci dicono che la congiuntura mondiale è in rallentamento. Ci aspettiamo che questa fase sia transitoria e che le economie occidentali possano continuare la loro ripresa (lenta). Impressiona l'incapacità dell'economia statunitense nel creare nuova occupazione, tanto più che la produzione è aumentata sostanzialmente negli ultimi 2 anni, ma con quasi 7 milioni di impieghi in meno. La ricerca ossessiva della produttività e il dislocamento all'estero di parte della produzione impone al gigante americano di trovare nuove soluzioni per creare posti di lavoro, necessarie al fine di dare solidità alla congiuntura. Le potenzialità ci sono, ma è il momento di cercarle al di fuori dei soliti ambiti (per esempio aumentando il turismo dall'estero e investendo con i privati nelle obsolete infrastrutture americane).

Ci aspettiamo che il rallentamento delle economie occidentali sia una fase transitoria e che l'economia mondiale possa continuare la sua ripresa (lenta). In effetti, i cambiamenti verso un'economia globale frenano un'uscita classica dalla recessione come ancora eravamo abituati ad assistere ancora negli anni '90. Vale dire contrazione economica, seguita da una politica monetaria espansiva e da una ripresa economica che si traduceva in più occupazione e più consumi.

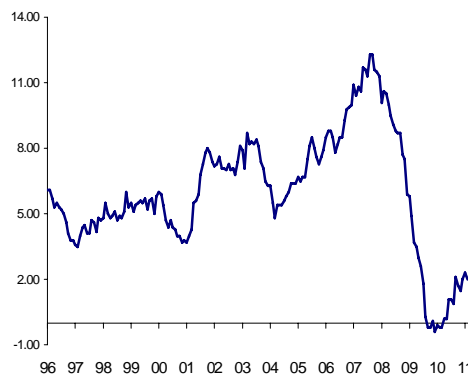
Secondo indicatore: condizioni monetarie

A) Massa monetaria

USA: M2 (crescita annuale)



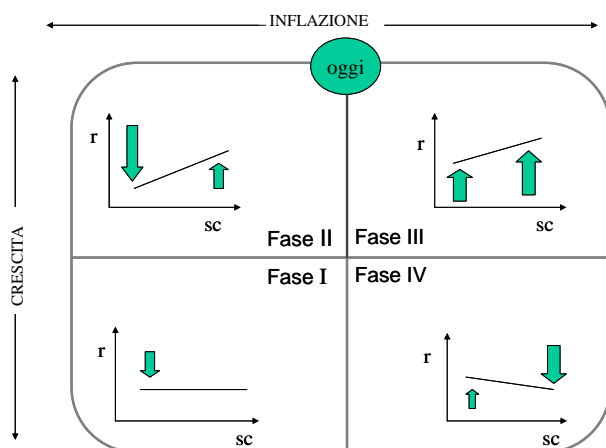
Eurolandia: ECB M3 (crescita annuale)



Fonte: Bloomberg

L'andamento della massa monetaria europea M3 non trova una chiara tendenza al rialzo. La crescita dei prestiti alle economie domestiche e alle aziende non decolla e resta debole. Negli Stati Uniti l'aggregato monetario gode di una maggiore ripresa che tuttavia non coincide con una decisa ripresa dei crediti ai privati.

B) Scenario economico e Yield curve

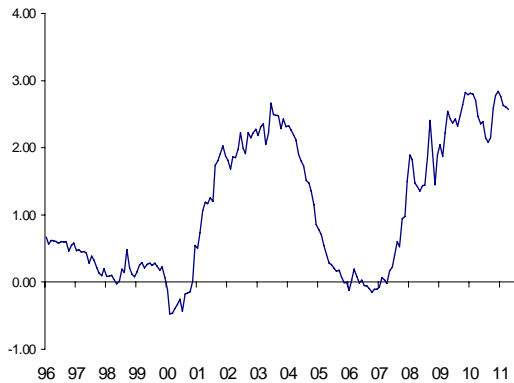


Come più volte sottolineato negli ultimi mesi, la comunità finanziaria alterna momenti di preoccupazione per l'inflazione e fasi di timori sulla congiuntura. Nelle ultime settimane, in concomitanza con l'imminente fine della seconda fase del quantitative easing da parte della Fed, è tornata in auge la paura che la congiuntura mondiale possa entrare in un pericoloso rallentamento. In effetti gli investitori hanno scommesso sulla ripresa economica forte nella seconda parte dell'anno e si sono trovati spiazzati. Da parte nostra crediamo che il rallentamento era nell'aria, ma che non si tradurrà in un ritorno in recessione.

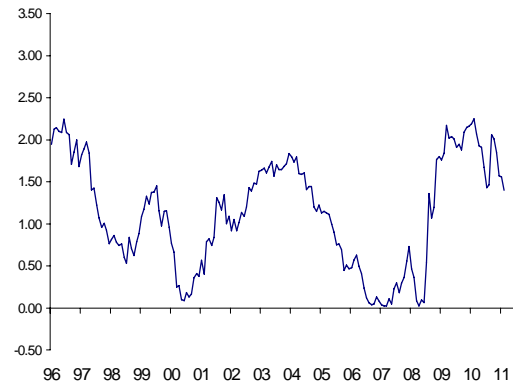
Utilizziamo quest'indicatore, in quanto esiste una chiara relazione tra lo scenario economico, espresso in crescita congiunturale e inflazione, con l'inclinazione della yield curve e l'andamento del mercato azionario. In questo contesto, la yield curve è definita come la differenza tra i rendimenti delle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

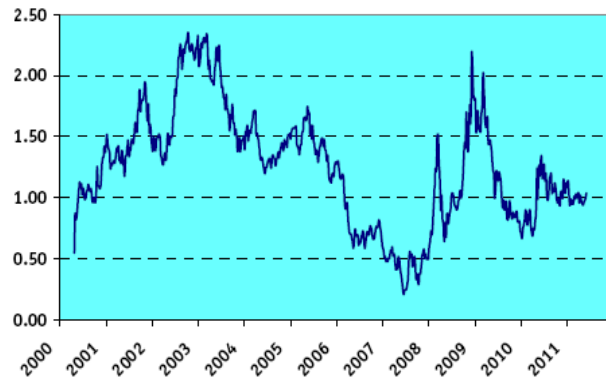


Fonte: Bloomberg

La strategia obbligazionaria rimane immutata: la parte centrale va evitata a favore del breve, mentre il lungo a questi livelli va mantenuto ma non più acquistato se non in fase di debolezza. A livello di corporate si pone l'accento sulle società così dette "super sicure"; questi debitori a questo punto pagano un differenziale contro i governativi talmente ridotto che è opportuno ridimensionare le eventuali esposizioni per evitare sorprese (ultimo esempio in ordine cronologico, Nokia).

C) Obbligazioni: corporate spread

Credit spread obbligazioni corporate in EUR



Fonte: Bloomberg

Siamo ancora positivi sul fronte corporate, ma suggeriamo di aumentare la diversificazione sia in termini di debitori che in termini di aree geografiche, dato che il proseguo della fase di nervosismo potrebbe portare a qualche ulteriore movimento irrazionale.

Terzo indicatore: la valutazione dei mercati azionari

USA: P/E prospettico 12 mesi



Europa: P/E prospettico 12 mesi



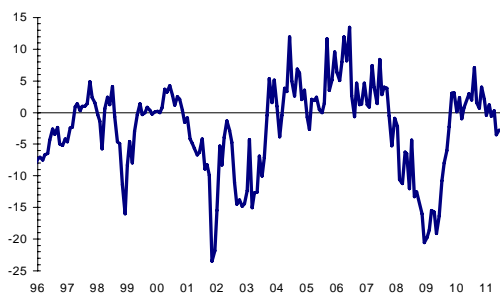
I multipli di valutazione dei mercati azionari sono tornati a scendere, segnalando l'aumento dell'avversione al rischio da parte degli investitori. Malgrado l'ottima redditività delle aziende, confermata alla pubblicazione di ogni recente trimestrale, le incertezze sull'andamento economico e gli eccessivi debiti pubblici, creano pressione sui P/E. In prospettiva crediamo, come succede da parecchi mesi, che gli investitori oscilleranno tra atteggiamenti negativi e positivi, seguendo il tenore del flusso delle notizie economiche. Possibile un'espansione del P/E di 100 punti base.

Quarto indicatore: la dinamica degli utili (EPS Momentum)

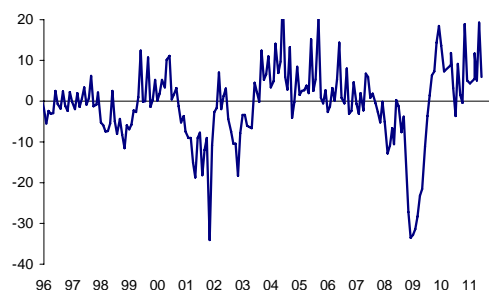
Sorprende nuovamente l'EPS Momentum europeo che si sta inoltrando decisamente in territorio negativo, malgrado che le ultime trimestrali hanno confermato quanto di buono fatto dalle aziende in termini di redditività. Dopo la momentanea euforia anche negli Stati Uniti, il rapporto tra revisioni al rialzo rispetto a quelle al ribasso si è drasticamente ridotto, in sintonia con la nuova visione macroeconomica che prevede un momentaneo rallentamento congiunturale. Di conseguenza, questa variabile difficilmente sarà a corto termine di supporto al mercato azionario.

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

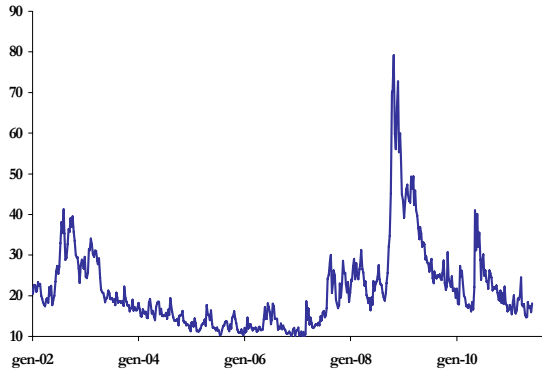


Fonte: Nomura



Quinto indicatore: il sentimento

Indice VIX (volatilità) sul CBOE

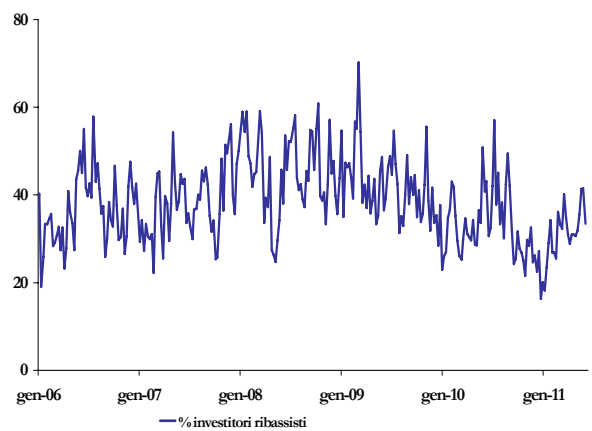
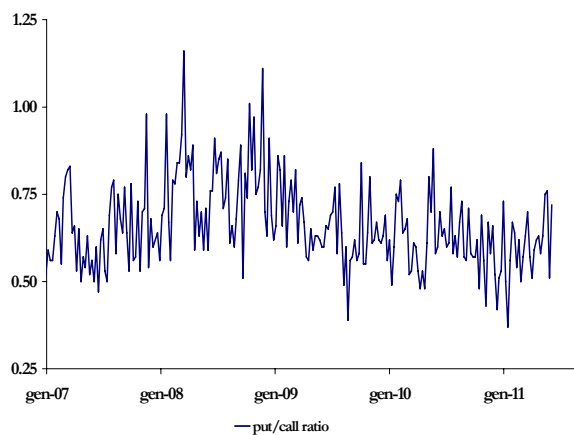


Fonte: Bloomberg

Con l'aumento delle incertezze, anche la volatilità è tornata a salire, anche se si mantiene su livelli che per il momento non fanno prevedere grossi sconquassi.

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 in posizione sostanzialmente neutrale e non offrono spunti di riflessione.

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.