



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

Strategia d'investimento

L'elezione di Hollande a presidente della repubblica francese era prevista da tutti i sondaggi e malgrado segnali una discontinuità sul tema dell'austerità rispetto al passato, non dovrebbe creare marcati scompensi nella gestione dell'Europa. Più complessa la situazione greca, con i due partiti storici che puntavano a una grande coalizione in parlamento che sembra sfumata per un pugno di seggi. Si spera che venga trovata una soluzione che porti alla formazione di una maggioranza che possa farsi garante degli accordi siglati.

Negli Stati Uniti, la maggior parte degli ultimi dati economici sono usciti al di sotto delle aspettative ed evidenziano il momento di fiacca dell'economia a stelle e strisce. La Fed è pronta ad agire se l'economia dovesse ulteriormente indebolirsi. Comunque ci sembra più probabile assistere a una crescita che si attesterà nei prossimi mesi attorno al 2.5%.

Strategicamente confermiamo una duration corta sulle obbligazioni governative di qualità, con il peso preponderante sulla parte a breve della curva, mentre la parte centrale della struttura è da evitare. I rendimenti sul lungo sono scesi nuovamente, per cui solo su una correzione sostanziosa può essere accumulato. Le emissioni corporate restano interessanti. Su possibili allargamenti degli spread raccomandiamo di accumulare selettivamente, segnatamente sui settori non finanziari.

L'indice S&P 500 è tornato a consolidare. I fondamentali sono sempre discreti, con una congiuntura in crescita moderata e il put rappresentato dalla Fed che all'occorrenza farà di tutto per evitare che la ripresa economica perda pericolosamente forza. Preferiamo restare prudenti ed agire in modo opportunistico sfruttando singole opportunità. L'area asiatica sta outperformando l'Europa e la Cina il resto dei mercati emergenti. Questo andamento dovrebbe continuare. Una diversificazione sull'Asia è più che opportuna.

Nel mese di aprile, il mercato valutario è stato caratterizzato, soprattutto nella parte finale del mese, da movimenti contenuti in ranges ben definiti. La causa di questo comportamento del mercato è dovuta in particolar modo dall'attesa delle elezioni di Francia e Grecia e dai dati americani relativi mercato di lavoro.

Per i tutti portafogli abbiamo incrementato l'1% di ZAR e manteniamo il resto delle esposizioni invariate. Per i cross EUR/CHF e EUR/USD manteniamo le protezioni con l'acquisto di PUT con strike 1.20 e rispettivamente 1.26 per contrastare un'eventuale rottura al ribasso.



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:

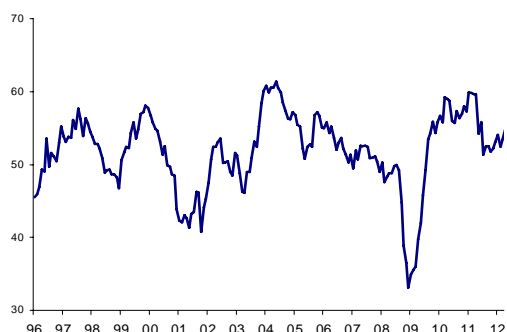
- fortemente sovraponderare = 😊😊
- sovraponderare = 😊
- neutrale = 😐
- sottoponderare = 😞
- fortemente sottoponderare = 😞😞

Cambiamento rispetto alla situazione precedente : ↑ → ↓



Primo indicatore: la congiuntura

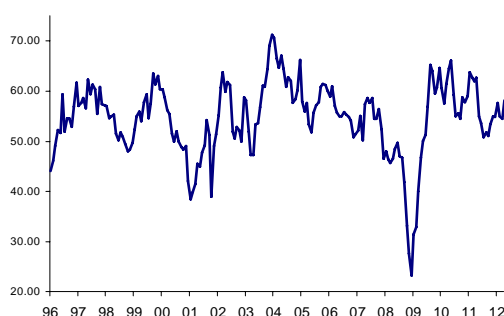
USA: ISM Index



Fonte: Bloomberg

L'indice ISM (inchiesta sulle prospettive economiche effettuata tra i direttori agli acquisti statunitensi) è salito, confermando che l'industria manifatturiera è in buona salute. Non solo il comparto è in espansione da 33 mesi consecutivi, ma il dato uscito a 54.8 è in assoluto alto. Nuovi ordini e produzione le componenti più forti. Questo tendenza è stata controbilanciata da altre pubblicazioni meno brillanti che ci fanno credere che la congiuntura statunitense non ha molte possibilità di accelerare la crescita oltre il 2.5%.

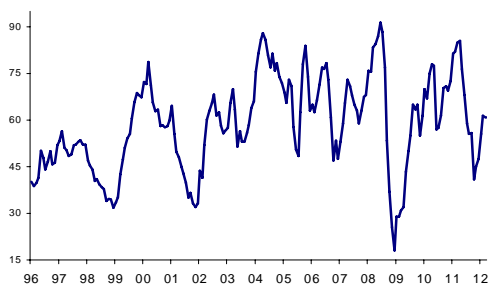
USA: ISM Index – Componente nuovi ordini



Fonte: Bloomberg

La componente nuovi ordini è salita con forza e promette un'estate interessante per l'industria americana che appare in ottima salute rispetto al resto dell'economia. Il dato in aumento di 3.7 punti porta la componente nuovi ordini a livelli di tutto rispetto anche in un confronto storico.

USA: ISM Index - Componente prezzi



Fonte: Bloomberg

La componente prezzi si mantiene ai livelli del mese precedente e non desta al momento nessuna preoccupazione. Il pericolo dell'inflazione è sceso, in quanto le quotazioni delle materie prime sono tornate a scendere nelle ultime settimane.

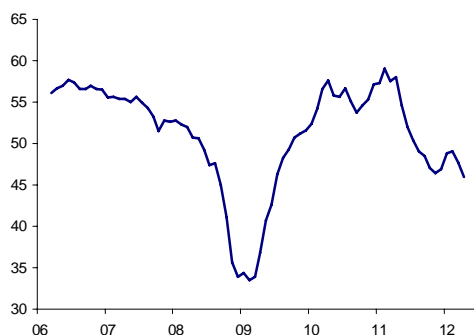
USA: Fiducia del consumatore



Fonte: Bloomberg

La fiducia del consumatore è risultata pressoché invariata rispetto al mese precedente. La predisposizione a nuovi acquisti, soprattutto di beni di un certo valore, necessita di migliori prospettive sul fronte dell'occupazione. Con i dati economici che in generale segnalano un momento di calma sul fronte macroeconomico, difficilmente l'entusiasmo del consumatore potrà crescere sensibilmente.

Eurolandia: PMI Index



Fonte: Bloomberg

Il PMI manifatturiero della zona euro è sceso di oltre 2 punti ed è inferiore di 9 punti nei confronti del suo omologo statunitense. In questa cifra sta tutta la differenza tra le due aree, con l'Europa che paga sulla congiuntura le politiche di austerità, peraltro indispensabili per salvare l'euro. Probabilmente questo dato anticipa il ritorno in recessione di tutta l'area euro. A livello geografico anche la Germania è risultata ampiamente sotto quota 50 che segnala contrazione dell'attività manifatturiera, mentre l'Italia è scesa a un preoccupante 43.8.

Prospettive sulla crescita economica

L'elezione di Hollande a presidente della repubblica francese era prevista da tutti i sondaggi e malgrado segnali una discontinuità sul tema dell'austerità rispetto al passato, non dovrebbe creare marcati scompensi nella gestione dell'Europa. Un conto sono le promesse elettorali e un altro è la politica reale, dove un compromesso sulle misure per la crescita, oltre ai risparmi necessari, dovrà essere trovato con la Germania. Notizie giornalistiche danno per già avvenuti la settimana scorsa contatti tra gli uomini di Hollande e collaboratori della Merkel.

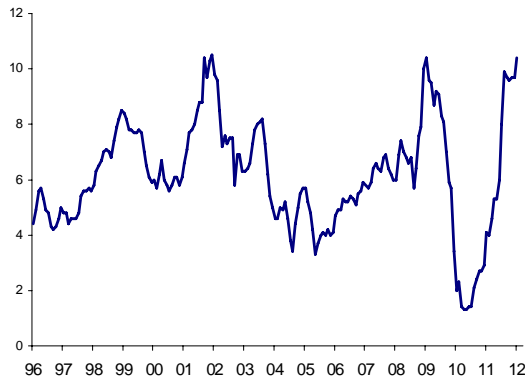
Più complessa la situazione greca, con i due partiti storici che puntavano a una grande coalizione in parlamento che sembra sfumata per un pugno di seggi. Si spera che venga trovata una soluzione che porti alla formazione di una maggioranza che possa farsi garante degli accordi con la comunità internazionale.

Negli Stati Uniti, la maggior parte degli ultimi dati economici sono usciti al di sotto delle aspettative ed evidenziano il momento di fiacca dell'economia a stelle e strisce. La Fed è pronta ad agire se l'economia dovesse ulteriormente indebolirsi. Comunque ci sembra più probabile assistere a una crescita che si attesterà nei prossimi mesi attorno al 2.5%.

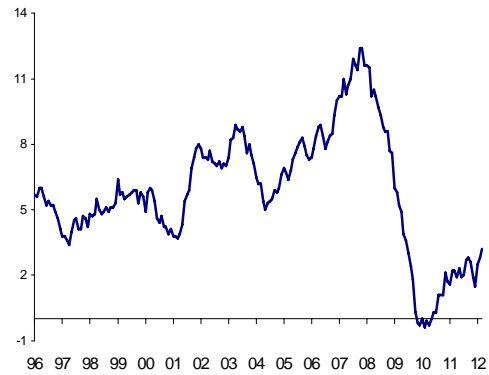
Secondo indicatore: condizioni monetarie

A) Massa monetaria

USA: M2 (crescita annuale)



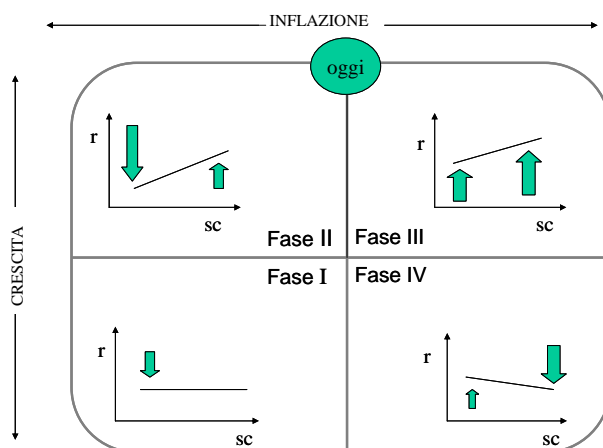
Eurolandia: ECB M3 (crescita annuale)



Fonte: Bloomberg

La crescita della massa monetaria europea continua a essere stimolata dal long term refunding operation (LTRO) della Bce ed è accelerata al +3.2%, il dato più alto dal giugno 2009. Purtroppo, la dinamica del credito non cambia, con i prestiti ai privati che non crescono. Ne consegue che l'accesso al credito per le aziende nei paesi mediterranei è ancora difficile.

B) Scenario economico e Yield curve

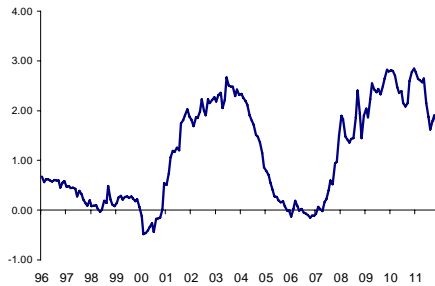


Le difficoltà dell'economia europea, il momento di stallo nella congiuntura americana e i dubbi su quella cinese hanno ridimensionato le prospettive di crescita della congiuntura mondiale. In questo contesto anche le aspettative sull'inflazione sono scese. Non crediamo che a breve il rincaro possa far male soprattutto alle economie dei paesi sviluppati, dove esistono capacità di capitale e di lavoratori inutilizzate e questo malgrado le politiche estremamente espansive delle banche centrali occidentali.

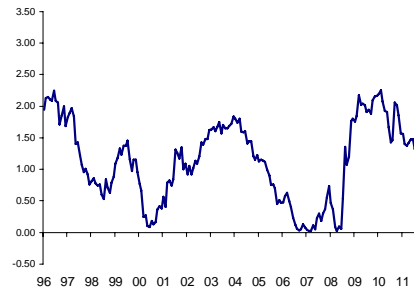
Utilizziamo quest'indicatore, in quanto esiste una chiara relazione tra lo scenario economico, espresso in crescita congiunturale e inflazione, con l'inclinazione della yield curve e l'andamento del mercato azionario. In questo contesto, la yield curve è definita come la differenza tra i rendimenti delle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

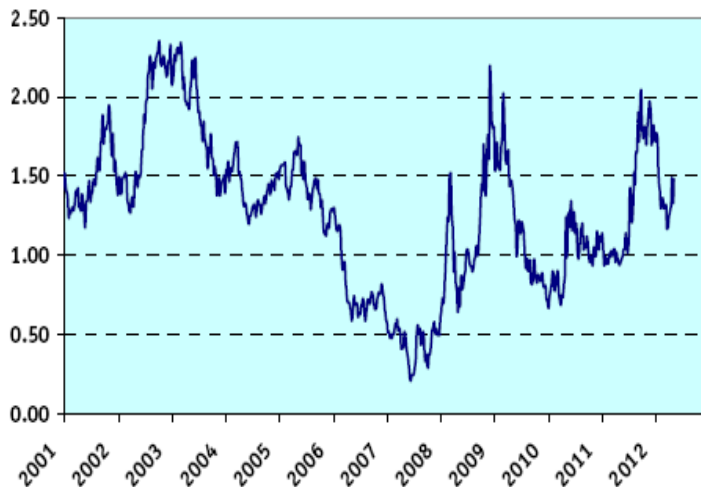


Fonte: Bloomberg

Strategicamente confermiamo una duration corta sulle obbligazioni governative di qualità, con il peso preponderante sulla parte a breve della curva, mentre la parte centrale della struttura è da evitare. I rendimenti sul lungo sono scesi nuovamente, per cui solo su una correzione sostanziosa può essere accumulato.

C) Obbligazioni: corporate spread

Credit spread obbligazioni corporate in EUR



Le emissioni corporate restano interessanti. Su possibili allargamenti degli spread raccomandiamo di accumulare selettivamente, segnatamente sui settori non finanziari.

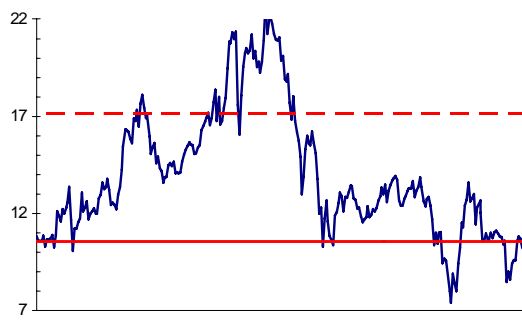
Fonte: Bloomberg

Terzo indicatore: la valutazione dei mercati azionari

USA: P/E prospettico 12 mesi



Europa: P/E prospettico 12 mesi



Fonte: Nomura

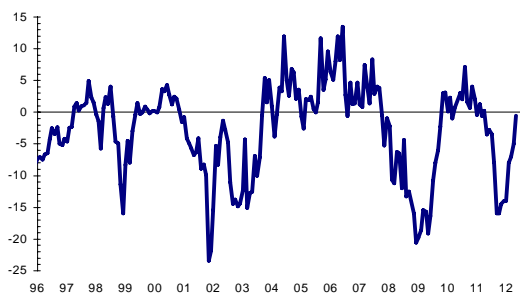
I multipli di valutazione sono scesi marginalmente, in sintonia con il consolidamento sulle borse. Restiamo convinti che alla luce delle criticità in essere è difficile prevedere un aumento marcato del P/E. Solo un chiarimento sul fronte del debito sovrano europeo e segnali di miglioramenti sul fronte congiunturale potranno portare a una dilatazione dei multipli di valutazione.

Quarto indicatore: la dinamica degli utili (EPS Momentum)

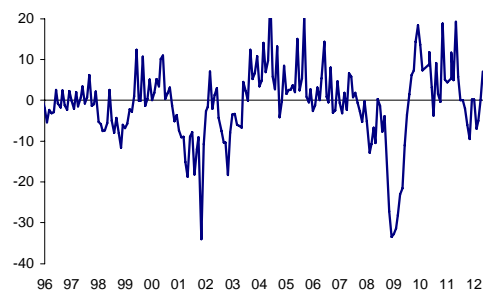
L'EPS Momentum è tornato positivo. L'ottimo esito delle trimestrali negli Stati Uniti ha costretto gli analisti a rivedere al rialzo le stime degli utili. Con una crescita economica moderata e malgrado la bravura delle aziende nel mantenere alta la loro redditività, non crediamo che l'EPS momentum possa muoversi con decisione al rialzo. Il pericolo al momento è più verso una riduzione delle stime che un loro incremento.

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

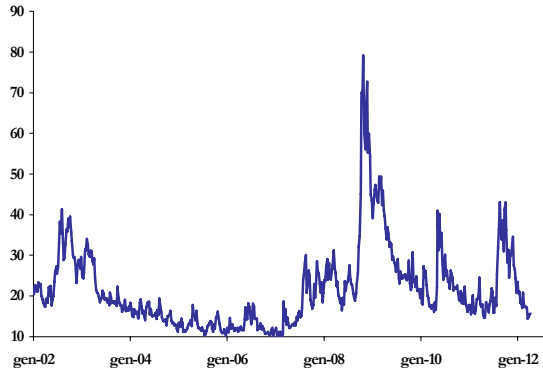


Fonte: Nomura



Quinto indicatore: il sentimento

Indice VIX (volatilità) sul CBOE

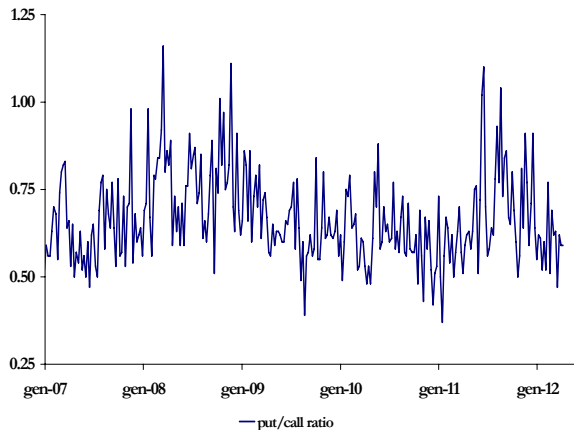


Fonte: Bloomberg

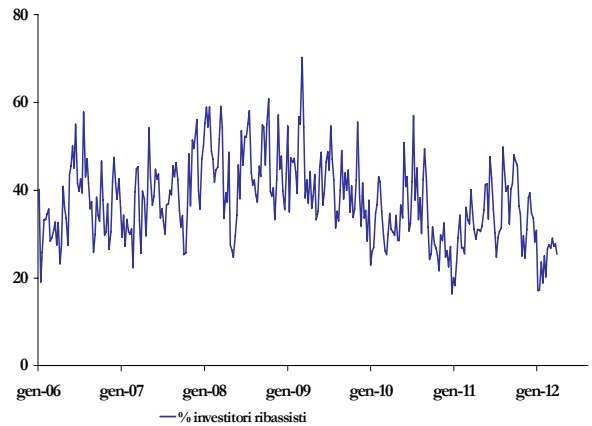
L'indice è rimbalzato dai minimi degli scorsi mesi. Essendo comunque lo S&P 500 molto recalcitrante a correggere, la volatilità è cresciuta meno che in Europa ed in Asia. Il rischio è spostato verso un nuovo aumento del VIX.

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



Il put/call ratio e la percentuale di investitori ribassisti non danno per il momento significative indicazioni.

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.