



## 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
<b>Congiuntura</b>	<b>Debole</b>	<b>Crescita moderata</b>
ISM index (USA)	ribasso	consolidamento
Consumer confidence (USA)	ribasso	in ripresa
PMI index (Euroland)	ribasso	consolidamento
<b>Condizioni monetarie</b>	<b>Neutrali</b>	<b>Neutrali</b>
Liquidità (M2/M3)	neutrale	crescita debole
Yield curve	appiattimento	movimento laterale
Corporate spread	legg. aumento	stabile
<b>Valutazione azioni</b>	<b>Attrattiva</b>	
P/E	attrattivo	
Earnings yield gap	sottovalutato	
<b>Dinamica degli utili</b>	<b>In discesa</b>	<b>Stabilizzazione</b>
EPS momentum	consolidamento	consolidamento
<b>Sentimento</b>	<b>Neutro</b>	
Indice VIX (volatilità)	al ribasso	
Bear ratio	al ribasso	

### Strategia d'investimento

Dopo 3 mesi di dati economici in miglioramento o comunque superiori alle ridotte aspettative che ha creato un consenso più positivo attorno alla congiuntura americana, le ultime pubblicazioni hanno riportato più cautela. La creazione di nuovi impieghi rimane attorno alle 100'000 unità al mese e non permette all'alta disoccupazione di scendere. Il ciclo virtuoso più occupazione più consumi resta bloccato. L'Europa è svantaggiata dalla necessità di risparmio per far fronte alla crisi del debito sovrano e non può essere escluso un periodo di recessione. I paesi emergenti, in primis l'Asia, si vedrà diminuire le importazioni. Per questi paesi può essere un'ottima occasione per diminuire la dipendenza da esportazioni e investimenti e accelerare la percentuale del consumo privato. Le finanze dei paesi asiatici lo permettono. Di conseguenza, sposiamo lo scenario di un rallentamento morbido dell'economie asiatiche.

Nel periodo in rassegna lo spread BTP-Bund è esploso, in quanto ai buoni intenti non sono seguite misure concrete da parte del governo italiano. In tal senso ribadiamo l'invito a restare prudenti, privilegiando carta governativa di Germania, Francia e Olanda. Strategicamente reiteriamo la raccomandazione di mantenersi sulla parte corta della curva, evitando la parte centrale e accumulando il lungo su mercati storni. Sui portafogli stiamo attenti a trovare un punto di uscita per le posizioni obbligazionarie incagliate (comunque un'esposizione limitata).

La politica europea deve ancora trovare risposte concrete alla problematica del debito sovrano, per permettere al premio di rischio di scendere e ai multipli di valutazione, ancora vicini ai minimi, di espandersi, provocando un rimbalzo sulle borse. Il P/E è particolarmente basso in un confronto storico in Europa e Asia, mercati che hanno subito la correzione più di altri. Le stime degli utili aziendali sono stati rivisti al ribasso in queste aree molto di più che negli Stati Uniti e sono ora a livelli realistici, se si esclude uno scenario di profonda recessione. Preferire Europa e Asia su ribassi a Stati Uniti. Continuiamo a credere che un atteggiamento opportunistico si adegui bene alle condizioni estremamente volatili del momento che non offre molte certezze.

La situazione causata da Italia e Grecia continua a creare forti turbolenze anche sul mercato valutario. Negli ultimi giorni l'euro ha perso terreno un po' contro tutte le monete principali. Il franco svizzero nonostante ciò, continua a mantenere ormai da fine settembre un livello superiore al 1.2130 contro la divisa unica.

A seguito di questi andamenti introduciamo nei tre portafogli, alcune piccole posizioni con ZAR, IDR e MXN.



# 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

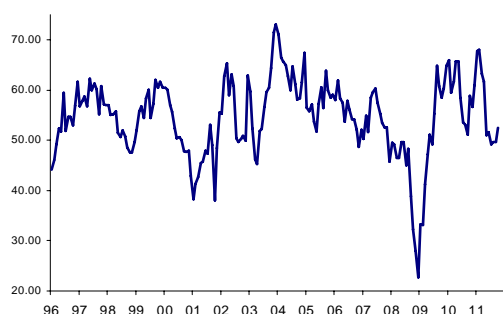
### USA: ISM Index



Fonte: Bloomberg

L'indice ISM (inchiesta sulle prospettive economiche effettuata tra i direttori agli acquisti statunitensi) non aiuta a far chiarezza sul futuro della congiuntura americana. Il dato è da parecchi mesi vicino alla soglia di 50 che delimita crescita da contrazione e indica più debolezza che forza, in sintonia con la nostra previsione di crescita anemica dell'economia statunitense, ma non di ritorno in recessione. Debole la componente produzione.

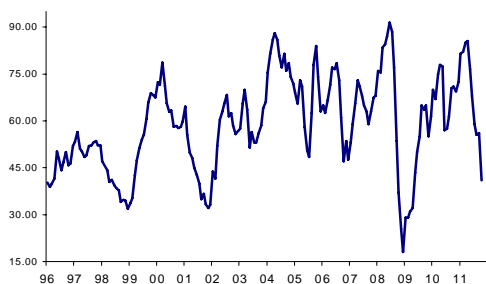
### USA: ISM Index – Componente nuovi ordini



Fonte: Bloomberg

I nuovi ordini sono la nota lieta di questo mese, in quanto sono risaliti di quasi 3 punti, sopra quota 50. Questo andamento dovrebbe dare sostanza al dato generale nei prossimi mesi, ma non crediamo rappresenti l'inizio di un'accelerazione della congiuntura.

### USA: ISM Index - Componente prezzi



Fonte: Bloomberg

La componente prezzi è scesa con decisione, grazie alla riduzione delle quotazioni delle materie prime. Questo andamento aiuterà le società a mantenere i margini operativi, attualmente vicini ai massimi.

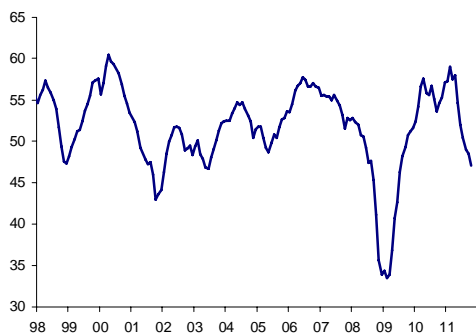
### USA: Fiducia del consumatore



Fonte: Bloomberg

La fiducia del consumatore è inaspettatamente scesa negli Stati Uniti, al livello più basso dal marzo 2009. I problemi alla base restano l'alta disoccupazione e la discesa dei prezzi degli immobili che rappresentano il maggiore attivo per gran parte della classe media. Fortunatamente il livello della fiducia non si è per il momento tradotto in una riduzione del consumo reale, anche se d'altra parte non si può prevedere un andamento positivo dello stesso nei mesi a venire.

### Eurolandia: PMI Index



Fonte: Bloomberg

Il PMI manifatturiero della zona euro è ulteriormente sceso a 47.1, un dato che illustra le difficoltà della congiuntura europea. Solo Germania e Francia sono di poco al di sotto di 50, mentre più negative Italia e Spagna. Questo dato aumenta la possibilità di recessione in Europa.

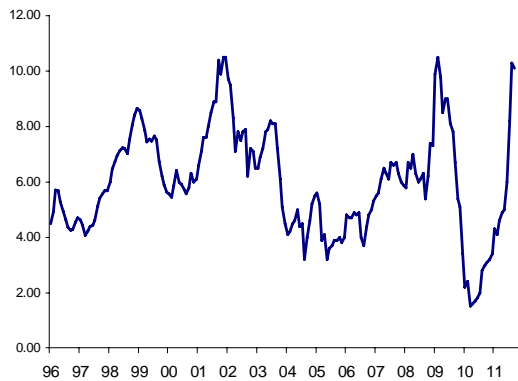
### Prospettive sulla crescita economica

Dopo 3 mesi di dati economici in miglioramento o comunque superiori alle ridotte aspettative che ha creato un consenso più positivo attorno alla congiuntura americana, le ultime pubblicazioni hanno riportato più cautela. La creazione di nuovi impieghi rimane attorno alle 100'000 unità al mese e non permette all'alta disoccupazione di scendere. Il ciclo virtuoso, più occupazione più consumi, nuovi impieghi resta bloccato. L'Europa è svantaggiata dalla necessità di risparmio per far fronte alla crisi del debito sovrano e non può essere escluso un periodo di recessione. I paesi emergenti, in primis l'Asia, si vedrà diminuire le importazioni. Per questi paesi può essere un'ottima occasione per diminuire la dipendenza da esportazioni e investimenti e accelerare la percentuale del consumo privato. Le finanze dei paesi asiatici lo permettono. Di conseguenza, sposiamo lo scenario di un rallentamento morbido dell'economie asiatiche.

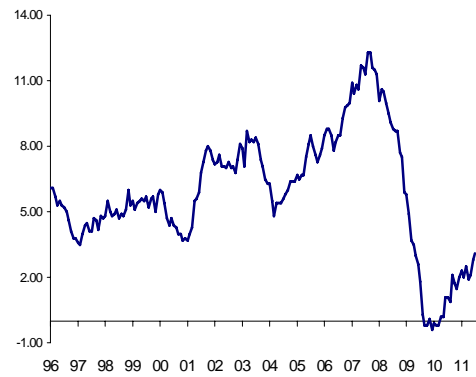
## Secondo indicatore: condizioni monetarie

### A) Massa monetaria

USA: M2 (crescita annuale)



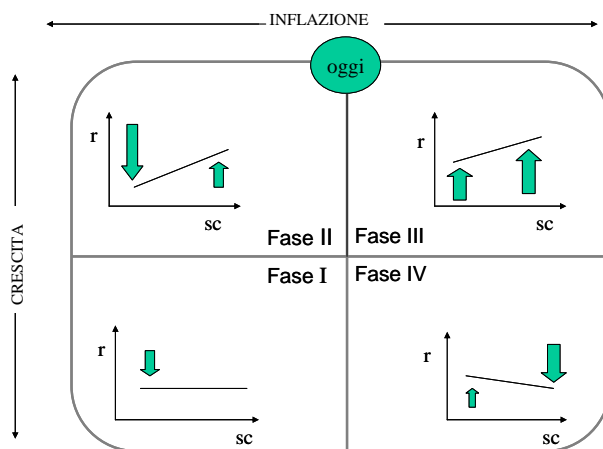
Eurolandia: ECB M3 (crescita annuale)



Fonte: Bloomberg

La crescita della massa monetaria è salita al 3.1% in settembre, ma rimane ancora il punto interrogativo di quanto le banche saranno disposte a elargire credito, in un periodo dove si devono ricapitalizzare.

### B) Scenario economico e Yield curve

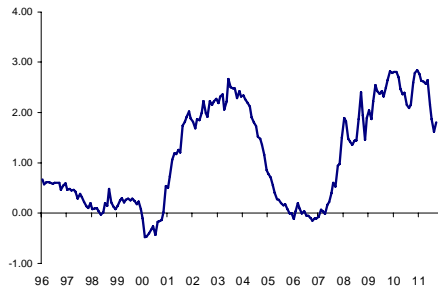


L'inflazione è uno degli ultimi problemi per l'economia e per gli investitori. Le banche centrali occidentali devono fare tutto il possibile per impedire che la congiuntura entri in recessione. Portandosi con se anche il pericolo deflazionistico.

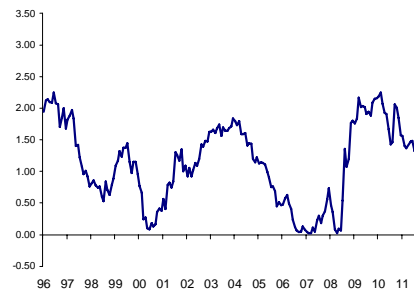
Utilizziamo quest'indicatore, in quanto esiste una chiara relazione tra lo scenario economico, espresso in crescita congiunturale e inflazione, con l'inclinazione della yield curve e l'andamento del mercato azionario. In questo contesto, la yield curve è definita come la differenza tra i rendimenti delle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

## Yield Curve (differenza rendimento obbl. 10 – 2 anni)

### Stati Uniti



### Eurolandia

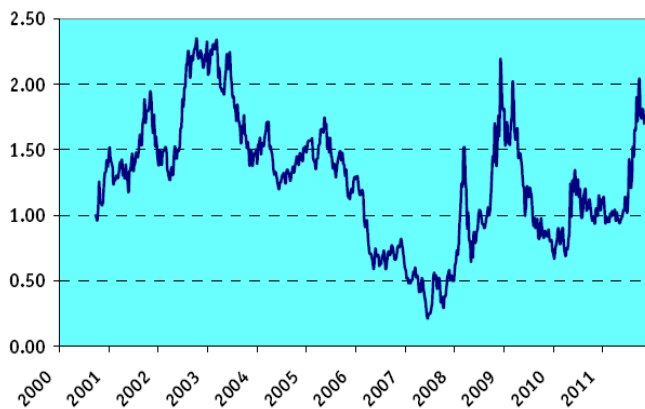


Fonte: Bloomberg

Nel periodo in rassegna lo spread BTP-Bund è esploso, in quanto ai buoni intenti non sono seguite misure concrete da parte del governo italiano. In tal senso ribadiamo l'invito a restare prudenti, privilegiando carta governativa di Germania, Francia e Olanda. Strategicamente reiteriamo la raccomandazione di mantenersi sulla parte corta della curva, evitando la parte centrale e accumulando il lungo su mercati storni. Sui portafogli stiamo attenti a trovare un punto di uscita per le posizioni obbligazionarie incagliate (comunque un'esposizione limitata).

## C) Obbligazioni: corporate spread

### Credit spread obbligazioni corporate in EUR



Fonte: Bloomberg

Nonostante un primo lieve segnale di distensione, i corporate spread continuano a mostrare differenziali importanti che a nostro avviso vanno sfruttati in tutti i settori a eccezione del finanziario. In particolare emissioni di aziende leader di settore e generatrici cash flow sono da privilegiare.

## Terzo indicatore: la valutazione dei mercati azionari

### USA: P/E prospettico 12 mesi



### Europa: P/E prospettico 12 mesi



Fonte: Nomura

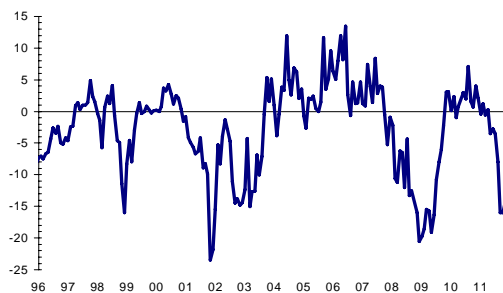
I multipli di valutazione sono risaliti, grazie al rimbalzo sulle borse, ma si mantengono in un confronto storico ancora vicini ai minimi. La pressione sui multipli resta presente, in quanto gli investitori richiedono un premio di rischio elevato per detenere azioni. Solo una schiarita sul fronte del debito pubblico europeo potrebbe permettere una dilatazione del P/E, consentendo una ripresa degli indici azionari.

## Quarto indicatore: la dinamica degli utili (EPS Momentum)

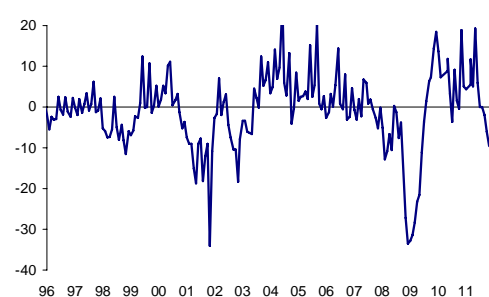
Le stime degli utili sono scese in Europa, a livelli compatibili con le attuali previsioni congiunturali. Solo una recessione in Europa porterebbe a un nuovo giro di tagli nelle stime degli utili. Negli Stati Uniti abbiamo assistito finalmente alla capitolazione degli analisti che malgrado ottimi risultati trimestrali hanno abbassato le loro stime per tener conto del peggioramento delle previsioni sulla congiuntura.

**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



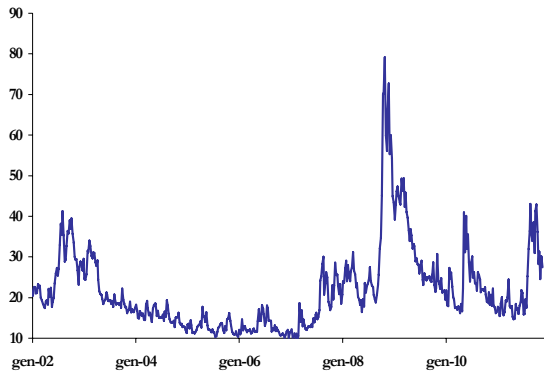
Fonte: Nomura





## Quinto indicatore: il sentimento

### Indice VIX (volatilità) sul CBOE

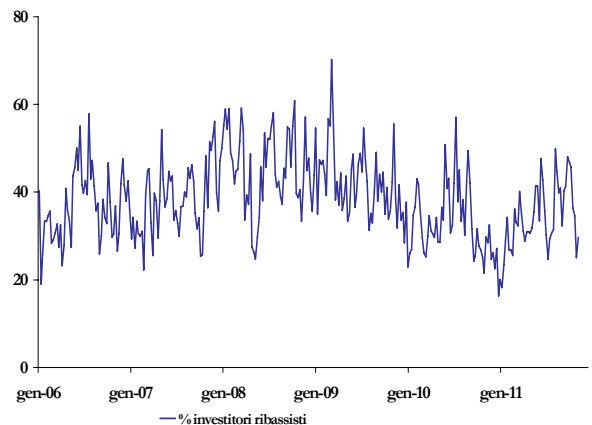
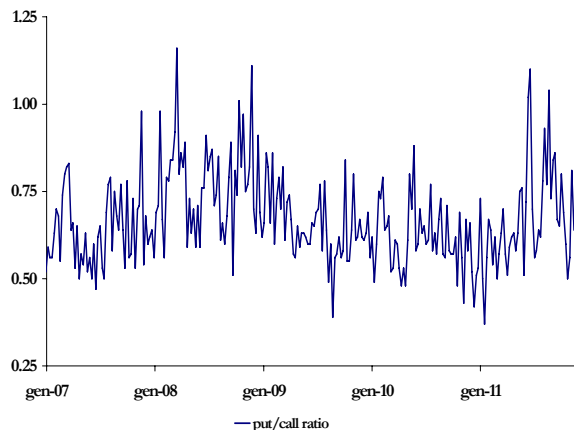


Fonte: Bloomberg

L'indice ha in parte stornato, grazie al rimbalzo sulle borse, ma si mantiene su livelli importanti. Alla luce dei problemi sul tappeto crediamo che la volatilità resterà nei prossimi mesi elevata.

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 tornata in zona neutrale.

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.