



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 mondiale moderata	Crescita moderata
ISM index (USA)	rimbalzo	consolidamento
Consumer confidence (USA)	rimbalzo	stabile
PMI index (Euroland)	in discesa	debole
Condizioni monetarie	Neutrali	Neutrali
Liquidità (M2/M3)	crescita minima in EU	crescita debole
Yield curve	stabile	movimento laterale
Corporate spread	in discesa	stabile
Valutazione azioni	Attrattiva	
P/E	attrattivo	
Earnings yield gap	sottovalutato	
Dinamica degli utili	In discesa	Stabilizzazione
EPS momentum	in discesa	consolidamento
Sentimento	Neutro	
Indice VIX (volatilità)	in salita	
Bear ratio	stabile	

Strategia d'investimento

A livello macroeconomico i dati pubblicati di recente stanno, soprattutto negli Stati Uniti, superando le stime degli economisti, segno che un lieve miglioramento della congiuntura è riscontrabile. Lo stesso dovrebbe portare a un miglioramento del sentimento, cosa ancora più importante per la solidità della congiuntura. Il dato centrale rimane la creazione di posti di lavoro. In questo ambito gli ultimi mesi hanno portato a un incremento che seppur non capace di far abbassare sensibilmente la disoccupazione, sempre attorno all'8%, è un segnale di discontinuità rispetto al passato. Infatti la media degli ultimi 3 mesi è passata da 67'000 a 170'000 posti di lavoro creati. Anche le notizie provenienti dalla Cina allontanano lo scenario peggiore di hard lending dell'economia e il recente rally delle società cinesi quotate a Hong Kong che ha toccato il 20% dai recenti minimi ne è una conferma.

Sul fronte dei mercati obbligazionari core (sia tedeschi che americani), i rendimenti sulla parte lunga della curva appaiono ormai alla fine del lungo trend ribassista. Consigliamo di mantenere sui portafogli duration basse attraverso l'utilizzo di floater con durata finanziaria tra i 4 e 5 anni. Per quanto riguarda i paesi periferici, i rendimenti a breve sono scesi già significativamente mentre le parti medio-lunghe delle curve, in ipotesi ovviamente di non disgregazione dell'Europa, presentano potenziali di apprezzamento non trascurabili. Riteniamo quindi che si possa continuare a investire su questo tema con percentuali variabili a seconda della propensione al rischio dell'investitore. Sugeriamo un approccio di buy on deep, consapevoli che questo trend, se confermato, potrebbe durare parecchi mesi.

A medio termine le azioni sono da preferire alle obbligazioni, soprattutto quelle di maggior qualità che come il Bund si distanziano poco dai recenti massimi e nascondono un pericolo di perdita di capitale, qualora i tassi dovessero muoversi al rialzo (andamento probabile con un minimo di tranquillità sui mercati finanziari). Visti i rischi, comunque conosciuti da tutti i partecipanti al mercato, un consolidamento è possibile, ma può essere sfruttato per aumentare strategicamente le posizioni.

Nel corso del mese abbiamo incrementato la posizione nella lira turca del 2%. I fondamentali rimangono solidi e la banca centrale turca ha ribadito la sua volontà di rendere meno volatile la moneta nazionale. Le altre valute di diversificazione sono il peso messicano e lo yuan cinese. L'investimento nella valuta cinese è motivato dalla necessità di rivalutazione dello yuan, alla luce degli squilibri economici tra i Cina e Stati Uniti. Nei profili dollaro ed euro abbiamo investito in rand sudafricano, una valuta che ha pesantemente corretto, a causa dei disordini sociali, ma che ha del valore.



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	1.45	😊😊	😞😞	😞
<i>Cambiamento</i>		→	→	→
Dollaro USA	1.45	😊😊	😞😞	😞
<i>Cambiamento</i>		→	→	→
Franco svizzero	1.45	😊😊	😞😞	😞
<i>Cambiamento</i>		→	→	→

Legenda:

- fortemente sovraponderare = 😊😊

- sovraponderare = 😊

- neutrale = 😐

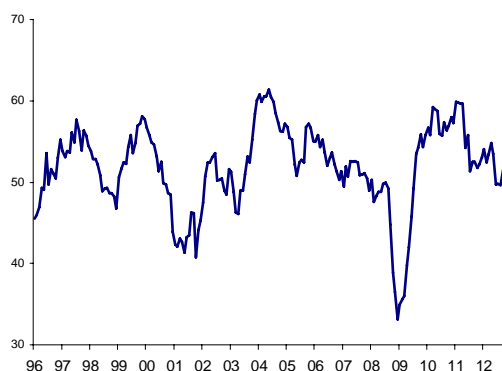
- sottoponderare = 😞

- fortemente sottoponderare = 😞😞

Cambiamento rispetto alla situazione precedente : ↑ → ↓



USA: ISM Index



Fonte: Bloomberg

L'indice ISM (inchiesta sulle prospettive economiche effettuata tra i direttori agli acquisti statunitensi) è salito leggermente, risultando al di sopra delle attese ed è risultato per il secondo mese maggiore del livello di 50 che indica crescita dell'attività industriale. Il dato si inserisce in una striscia positiva di pubblicazioni economiche che lascia intravedere un leggero recupero congiunturale.

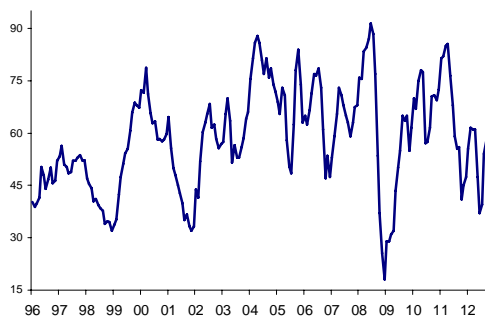
USA: ISM Index – Componente nuovi ordini



Fonte: Bloomberg

La componente nuovi ordini continua il suo recupero e dà spessore alla ripresa dell'indice generale, in quanto un dato positivo sugli ordini è sinonimo di miglioramento della crescita futura.

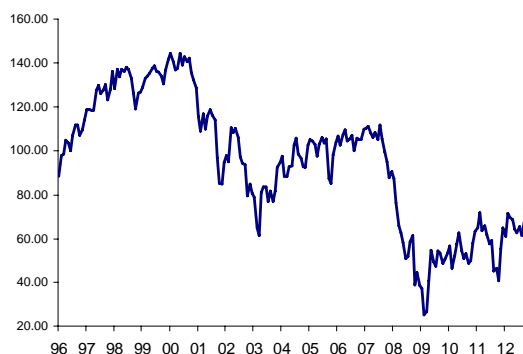
USA: ISM Index - Componente prezzi



Fonte: Bloomberg

La componente prezzi è scesa dopo alcuni mesi di rimbalzo. Crediamo che l'andamento delle quotazioni delle materie prime sia benigno, su tutti la correzione del prezzo del greggio.

USA: Fiducia del consumatore



Fonte: Bloomberg

La fiducia del consumatore continua a salire e ha raggiunto il massimo degli ultimi 4 anni. Alla base dell'andamento la riduzione della disoccupazione che ha ridato slancio alle aspettative dei consumatori. Inoltre la discesa del prezzo della benzina e il miglioramento del mercato immobiliare hanno contribuito all'incremento della fiducia. Ne consegue che il consumo privato crescerà anche se non prevediamo tassi elevati, alla luce delle molte incognite. In questo momento consideriamo comunque importante che la variabile che rappresenta il 70% del PIL dia interessanti garanzie.

Eurolandia: PMI Index



Fonte: Bloomberg

Il PMI manifatturiero della zona euro è risultato controtendenza rispetto agli omologhi internazionali. L'indice è sceso di 0.7 ed è particolarmente debole in un raffronto storico. L'Europa deve ancora formulare una politica incisiva per rilanciare la crescita economica.

Prospettive sulla crescita economica

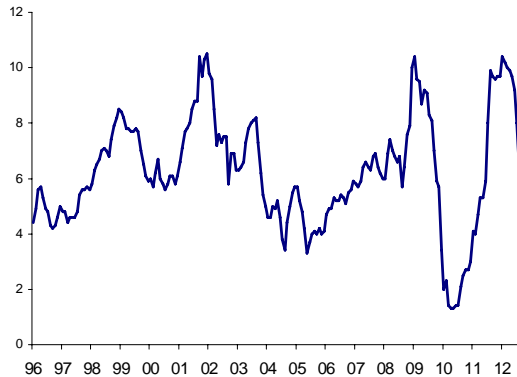
A livello macroeconomico i dati pubblicati di recente stanno, soprattutto negli Stati Uniti, superando le stime degli economisti, segno che un lieve miglioramento della congiuntura è riscontrabile. Lo stesso dovrebbe portare a un miglioramento del sentimento, cosa ancora più importante per la solidità della congiuntura. Il dato centrale rimane sempre la creazione di posti di lavoro. In questo ambito gli ultimi mesi hanno portato a un incremento che seppur non capace di far abbassare sensibilmente la disoccupazione, sempre attorno all'8%, è un segnale di discontinuità rispetto al passato. Infatti la media degli ultimi 3 mesi è passata da 67'000 a 170'000 posti di lavoro creati.

Anche le notizie provenienti dalla Cina allontanano lo scenario peggiore di hard landing dell'economia e il recente rally delle società cinesi quotate a Hong Kong che ha toccato il 20% dai recenti minimi sono una bella dimostrazione di quanto gli investitori stiano rivalutando l'investment case del mercato cinese. Le incognite politiche dovrebbero in gran parte sparire dalla prossima settimana quando avrà inizio il congresso del partito che eleggerà la nuova élite politica che guiderà il paese nei prossimi 10 anni.

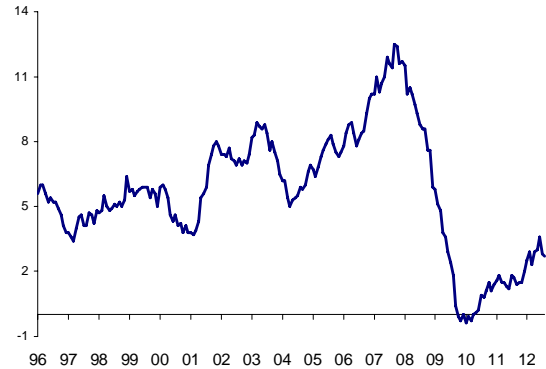
Secondo indicatore: condizioni monetarie

A) Massa monetaria

USA: M2 (crescita annuale)



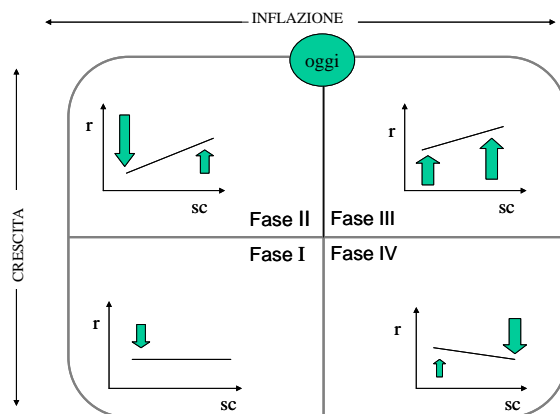
Eurolandia: ECB M3 (crescita annuale)



Fonte: Bloomberg

La crescita della massa monetaria europea è diminuita nello scorso mese, ma il trend al rialzo ci sembra intatto e il peggio alle spalle. Gli sforzi della Bce lentamente stanno dando dei frutti, anche se senza la discesa dei tassi a lungo dei paesi periferici difficilmente il credito alle aziende potrà migliorare sensibilmente.

B) Scenario economico e Yield curve

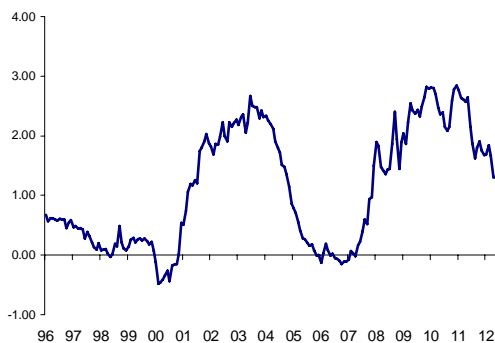


Le banche centrali vedono la mancanza di crescita economica come il problema da risolvere. Sicuramente per migliorare la problematica del debito sovrano è necessario non solo un miglioramento congiunturale, ma anche un aumento moderato dell'inflazione.

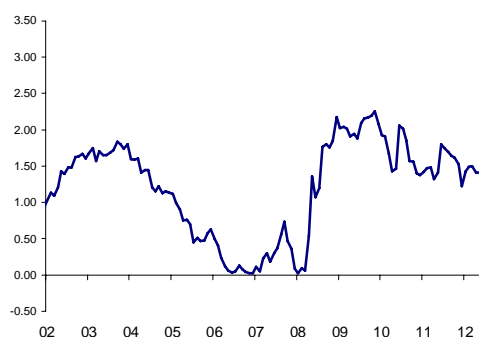
Utilizziamo quest'indicatore, in quanto esiste una chiara relazione tra lo scenario economico, espresso in crescita congiunturale e inflazione, con l'inclinazione della yield curve e l'andamento del mercato azionario. In questo contesto, la yield curve è definita come la differenza tra i rendimenti delle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

Sul fronte dei mercati core (sia tedeschi che americani), i rendimenti sulla parte lunga della curva appaiono ormai alla fine del lungo trend ribassista e vanno giocati solo in chiave tattica, sia in acquisto che in vendita. Le parti a breve non garantiscono alcun tipo di rendimento. Consigliamo di mantenere sui portafogli duration basse attraverso l'utilizzo di floater con durata finanziaria tra i 4 e 5 anni.

Per quanto riguarda i paesi periferici, i rendimenti a breve sono scesi già significativamente mentre le parti medio - lunghe delle curve, in ipotesi ovviamente di non disgregazione dell'Europa, presentano potenziali di apprezzamento non trascurabili. Riteniamo quindi che si possa continuare a investire su questo tema con percentuali variabili a seconda della propensione al rischio dell'investitore. Sugeriamo un approccio di buy on deep, consapevoli che questo trend, se confermato, potrebbe durare parecchi mesi.

C) Obbligazioni: corporate spread

Credit spread obbligazioni corporate in EUR



La carta corporate ha offerto una buona performance durante il mese, soprattutto quella con rating prossima a BBB a causa del calo degli spread. Rimaniamo costruttivi su carta corporate investment grade così come su carta high yield.

Fonte: Bloomberg



Terzo indicatore: la valutazione dei mercati azionari

USA: P/E prospettico 12 mesi



Europa: P/E prospettico 12 mesi



Fonte: Nomura/Bloombera

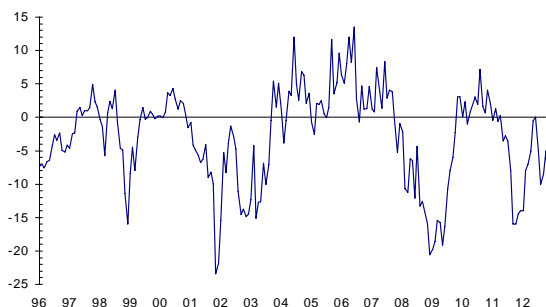
I multipli di valutazione ci dicono che i mercati azionari non sono cari. Questa affermazione va messa in prospettiva. Se le stime degli utili scenderanno massicciamente i mercati non lo saranno più e non ci sarà più spazio per una dilatazione del P/E. Noi consideriamo gli utili 2013 troppo alti, ma determinante sarà l'ampiezza della riduzione delle stime.

Quarto indicatore: la dinamica degli utili (EPS Momentum)

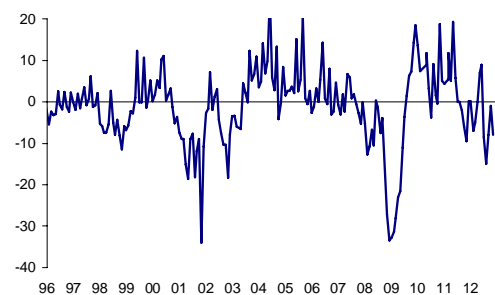
Al momento le stime degli utili 2013 ci appaiono in generale troppo elevate e destinate a scendere nei prossimi mesi. Per evitare questo andamento è necessario che il miglioramento congiunturale prenda sostanza e si arrivi a un piano congiunto per risolvere il problema del deficit americano, per scongiurare il fiscal cliff che potrebbe riportare gli Stati Uniti in recessione. Gli analisti si stanno portando in avanti col lavoro e l'EPS momentum è in peggioramento sia negli Stati Uniti che soprattutto in Europa.

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

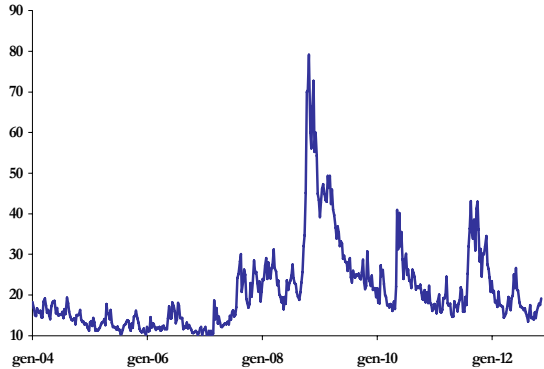


Fonte: Nomura



Quinto indicatore: il sentimento

Indice VIX (volatilità) sul CBOE

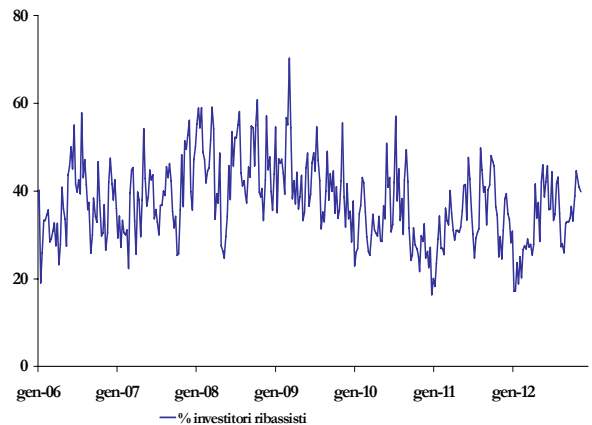
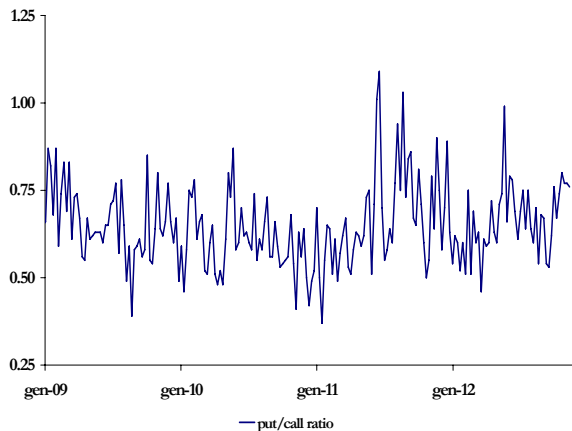


Fonte: Bloomberg

La volatilità è salita da livelli storici molto bassi. Attualmente le politiche monetarie espansive delle banche centrali dei paesi occidentali danno molta sicurezza agli investitori. In questo contesto è difficile che la volatilità possa impennarsi bruscamente.

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 rimane relativamente alta se si considera che veniamo da alcuni mesi di rally sulle borse. Solitamente un buon andamento borsistico è accompagnato da un basso valore dell'indice Bear.

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.

