

Strategia d'investimento

- Indicatori dell'Asset Allocation
- Strategia d'investimento
(asset classes, valute, duration obbligatorie)

Bollettino mensile no. 6 – giugno 2016
A cura dell'Ufficio Ricerca e Analisi

Disclaimer: tutte le informazioni e le opinioni contenute in questo documento rivestono unicamente carattere informativo. In nessun caso le informazioni e le opinioni espresse devono essere considerate come inviti, raccomandazioni, offerte d'investimento o sollecitazione al pubblico risparmio.



STRATEGIA D'INVESTIMENTO

Indicatori dell'asset allocation

Indicatore	Situazione attuale	Aspettative tra 3 mesi
Congiuntura	Crescita mondiale moderata	Crescita moderata
ISM index (USA)	al rialzo	rialzo
Consumer confidence (USA)	al ribasso	consolidamento
PMI index (Euroland)	stabile	consolidamento
Condizioni monetarie	Neutrali	
Liquidità (M2/M3)	crescita in ribasso	
Yield curve	curva regolare	
Corporate spread	stabile	
Valutazione azioni	Neutrale	
P/E	medio/alto rispetto allo storico	
Earnings yield gap	sottovalutate rispetto ai tassi d'interesse	
Dinamica degli utili	Neutrale	
EPS momentum	in ripresa	
Sentimento	Neutrale	
Indice VIX (volatilità)	in ribasso	
Bear ratio	stabile	

Strategia d'investimento

La maggiore fiducia sull'andamento della congiuntura cinese, il ritrovato slancio di quella americana e il discreto andamento delle economie europee danno un quadro costruttivo per la seconda parte dell'anno. Al momento la grande incognita è rappresentata dalla votazione sull'uscita della Gran Bretagna dalla Unione Europea.

Le banche centrali hanno garantito ai mercati tranquillità con le proprie scelte di politica monetaria. In questo contesto, le obbligazioni governative e corporate hanno performato in modo decisamente interessante. L'approssimarsi del referendum inglese relativo alla permanenza dell'Inghilterra nell'Unione Europea sta cominciando a creare tensioni sui mercati finanziari. In particolare, per ciò che concerne il mercato del reddito fisso, si assiste ad un progressivo spostamento degli investimenti sui tratti lunghissimi delle curve core europee e ad un ancora abbastanza contenuto allargamento degli spread con la periferia. Abbiamo l'impressione che i mercati si stiano spingendo troppo in la nello scontare un'assoluta impossibilità dell'inflazione di fare capolino nei trimestri a venire e che in realtà si stia creando una bolla speculativa sul mercato delle obbligazioni governative. Duration corte.

Dopo un maggio relativamente tranquillo le azioni stanno perdendo terreno. Al momento consigliamo di restare prudenti, in attesa del referendum sulla Brexit e in considerazione di valutazioni non sono attrattive in un confronto storico.

Il referendum sulla Brexit domina il mercato forex. In previsione del 23 giugno consigliamo di consolidare o proteggere (tramite strutture in opzioni) l'eventuale esposizione "corta" al franco svizzero, yen giapponese e "lunga" alla sterlina inglese. L'eventuale vittoria dei "leave" non è trascurabile e l'impatto su queste divise sarebbe importante. Consigliamo quindi di mantenere delle posizioni in *relative value* (lungo aud-nzd, lungo nok-sek, corto nzd-cad) che dovrebbero essere poco interessate dall'esito del referendum.



STRATEGIA D'INVESTIMENTO

Asset Classes

Asset Classes	Strategia	Cambiamento
Liquidità	😊	➔
Obbligazioni	😐	➔
Azioni	😞	➔
Strumenti alternativi	😐	➔

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	😊😊	😞😞	😞
Cambiamento		➔	➔	➔
Dollaro USA	1.55	😊😊	😞😞	😞
Cambiamento		➔	➔	➔
Franco svizzero	1.45	😊😊	😞😞	😞
Cambiamento		➔	➔	➔

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 nel mese di maggio, allungo la serie di indicatori che fanno prevedere un'accelerazione della crescita economica statunitense. Il settore manifatturiero è moderatamente ottimista sul proprio futuro. Le società vedono le loro scorte diminuire e iniziano a faticare a seguire il ritmo degli ordini.

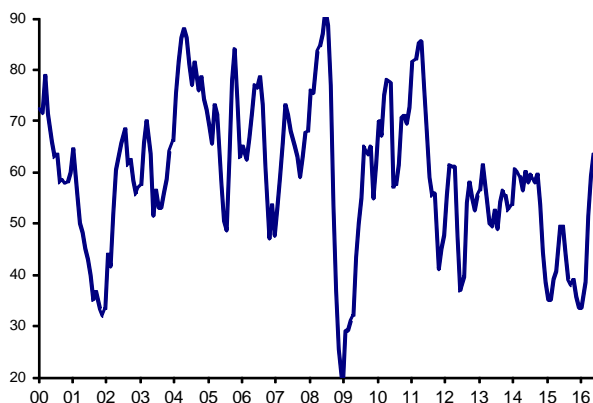
USA: ISM Index – Componente nuovi ordini



Fonte: Bloomberg

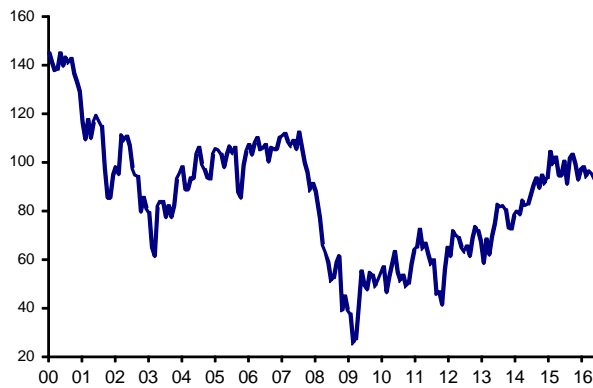
La componente nuovi ordini si è mantenuta su un livello alto (55.7) e promette un miglioramento di produzione e vendite a corto termine.

USA: ISM Index - Componente prezzi



La componente prezzi è rimbalzata, in sintonia con il recupero delle quotazioni delle materie prime che rimangono comunque basse e non destano preoccupazione di intaccare i margini operativi delle società.

USA: Fiducia del consumatore



La fiducia del consumatore è nuovamente scesa. A impattarla il nervosismo sul risultato delle elezioni presidenziali di novembre e i primi timori che da qui via sia un po' più difficile trovare lavoro. Sicuramente il costante aumento dei salari dovrebbe limitare il potenziale di discesa dell'indice.

Fonte: Bloomberg

Eurolandia: PMI Index



L'indice precursore PMI manifatturiero è leggermente sceso, a causa della continua debolezza delle esportazioni. Per una volta da parecchio tempo la periferia è stata più debole di Germania e Francia.

Fonte: Bloomberg

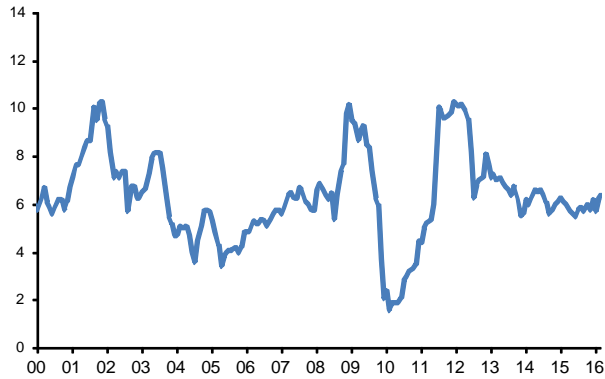
Prospettive sulla crescita economica

La maggiore fiducia sull'andamento della congiuntura cinese, il ritrovato slancio di quella americana e il discreto andamento delle economie europee danno un quadro costruttivo per la seconda parte dell'anno. Al momento la grande incognita è rappresentata dalla votazione sull'uscita della Gran Bretagna dalla Unione Europea. Questa evenienza causerebbe un fattore di incertezza che andrebbe a pesare su economia e mercati finanziari mondiali.

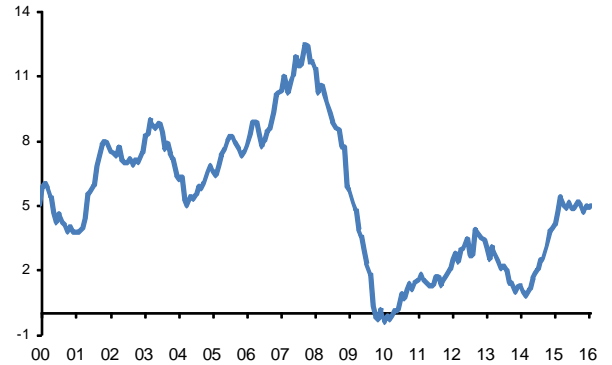
Secondo indicatore: condizioni monetarie

A) Massa monetaria

USA: M2 (crescita annuale)



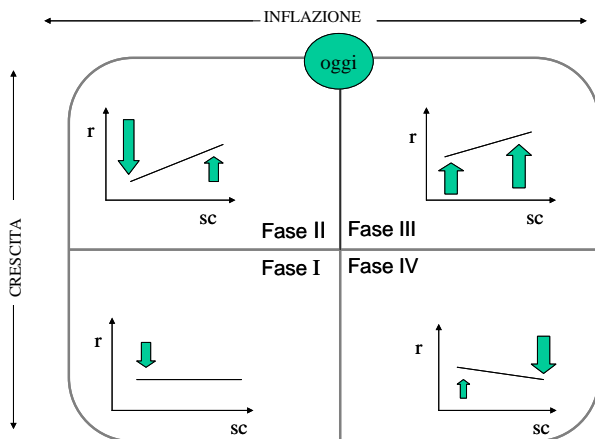
Eurolandia: ECB M3 (crescita annuale)



Fonte: Bloomberg

Non siamo particolarmente preoccupati dalla recente diminuzione del tasso di crescita della massa monetaria in Europa. Notiamo invece che l'andamento dell'erogazione di credito ai privati si sta sviluppando a ritmi interessanti per la crescita economia.

B) Scenario economico e Yield curve

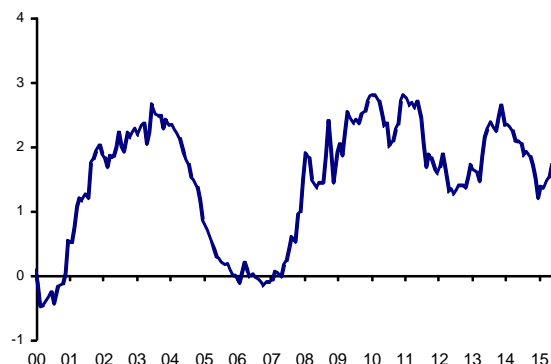


Crediamo che gli investitori siano eccessivamente preoccupati dal pericolo deflazionistico. In Europa l'inflazione core si attesta intorno a 1%, mentre al 2% negli Stati Uniti. Il presidente Draghi ha affermato recentemente che i rischi di ribasso della crescita economica sono diminuiti, anche se ancora presenti.

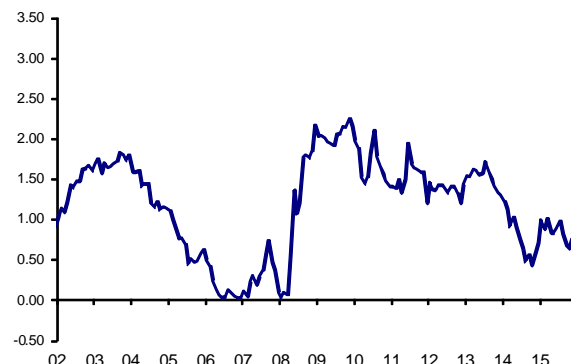
Utilizziamo quest'indicatore, in quanto esiste una chiara relazione tra lo scenario economico, espresso in crescita congiunturale e inflazione, con l'inclinazione della yield curve e l'andamento del mercato azionario. In questo contesto, la yield curve è definita come la differenza tra i rendimenti delle 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 curva tedesca è traslata verso il basso dopo il meeting della Bce di marzo. Le aspettative di tassi negativi per lungo tempo tengono la curva dei rendimenti in territorio negativo fino a 9 anni e mezzo. Il tratto lunghissimo della curva ha mostrato un'accelerazione al ribasso molto marcata a nostro avviso spiegabile solo dalla necessita degli operatori di impiegare la liquidità a tassi positivi, ma non da una valutazione macroeconomica basata sui fondamentali.

C) Obbligazioni: corporate spread

Credit spread e obbligazioni corporate

Continua il recupero delle obbligazioni dei mercati emergenti.

Terzo indicatore: la valutazione dei mercati azionari

USA: P/E prospettico 12 mesi



Europa: P/E prospettico 12 mesi



Fonte: Nomura/Bloomberg

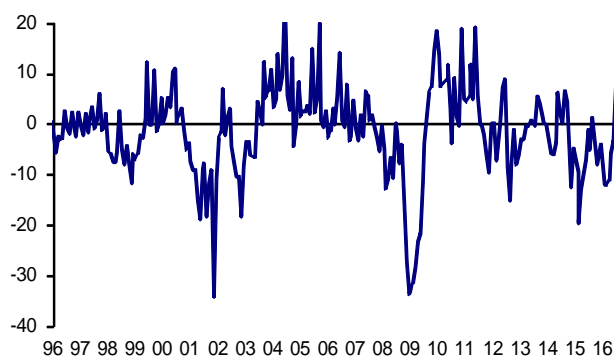
Il P/E del mercato statunitense ha ritrovato il recente massimo, oltre il livello pre-crisi del 2008. In Europa, i multipli di valutazione sono in assoluto più bassi rispetto a quelli statunitensi, ma non si possono considerare attrattivi. Senza un deciso aumento degli utili, il potenziale al rialzo dei mercati azionari è limitato.

Quarto indicatore: la dinamica degli utili (EPS Momentum)

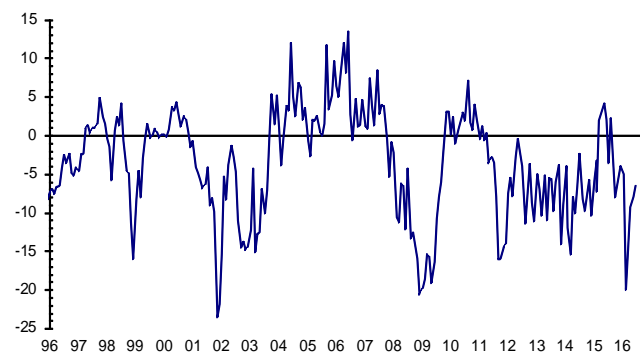
Le stime degli utili sono state riviste al rialzo negli Stati Uniti, sicuramente una novità importante, in quanto non si verificava da diversi mesi. Resta ora da monitorare se questo cambiamento sarà duraturo e se la forza dell'economia sarà in grado di supportarla. In Europa prevalgono ancora le revisioni al ribasso anche se l'intensità sta diminuendo.

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.

USA: EPS Momentum



Europa: EPS Momentum

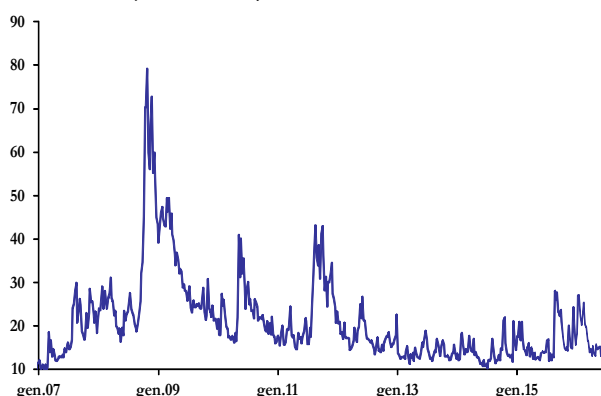


Fonte: Nomura



Quinto indicatore: il sentimento

Indice VIX (volatilità) sul CBOE

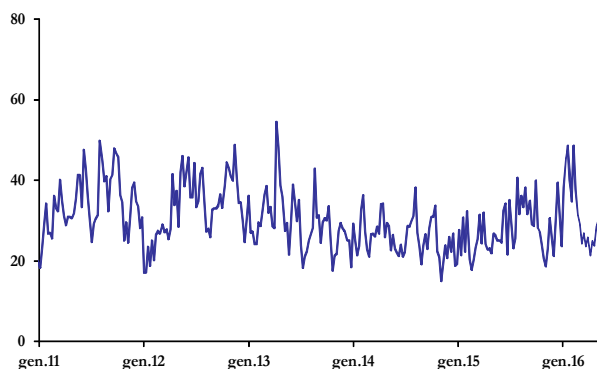
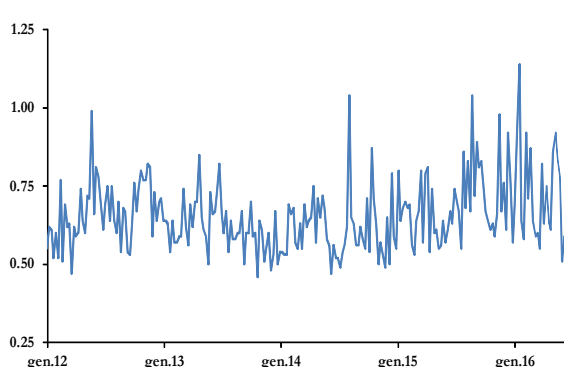


La volatilità è tornata a scendere, in sintonia con la rialzo degli indici azionari statunitensi. Il prossimo movimento dovrebbe essere un aumento della volatilità, dopo un periodo di calma.

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.

Fonte: Bloomberg

Put/Call Ratio (a sinistra) e Investitori Bear sul mercato azionario statunitense



Fonte: Bloomberg

Il numero di investitori Bear è tornato a salire dai bassi livelli raggiunti. L'esigenza di proteggere i portafogli da movimenti al ribasso è pressoché stabile. Sentimento neutro.

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.