



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)	rialzo	consolidamento
Consumer confidence (USA)	stabile	in ripresa
PMI index (Euroland)	in ribasso	consolidamento
Condizioni monetarie	Neutrali	Neutrali
Liquidità (M2/M3)	crescita debole	crescita debole
Yield curve	appiattimento	movimento laterale
Corporate spread	legg. aumento	stabile
Valutazione azioni	Attrattiva	
P/E	attrattivo	
Earnings yield gap	sottovalutato	
Dinamica degli utili	In rallentamento	In rallentamento
EPS momentum	consolidamento	consolidamento
Sentimento	Positivo	
Indice VIX (volatilità)	al rialzo	
Bear ratio	al rialzo	

Strategia d'investimento

I dati economici pubblicati nell'ultimo mese confermano il momento di estrema difficoltà dell'economia mondiale. I mercati finanziari scontano una recessione in Europa, una crescita prossima allo zero negli Stati Uniti e un forte rallentamento nei paesi emergenti. In Europa saranno i politici a decidere se l'economia andrà pericolosamente in recessione o se riusciranno a trovare una strada credibile per la soluzione al problema degli eccessivi debiti pubblici verrà trovata. Negli ultimi dieci giorni la politica ha messo qualche tassello importante, ciò che ci dà uno spiraglio di speranza per il futuro.

Sui portafogli obbligazionari abbiamo intenzione di ridurre il rischio sulla parte corporate, quando l'illiquidità del mercato e l'allargamento degli spreads lo permetteranno. A livello strategico manteniamo la duration corta e continuiamo ad evitare le obbligazioni dell'Europa periferica.

I mercati azionari sono dominati dai flussi e dalla paura. Le valutazioni sono vicine ai livelli del minimo della crisi finanziaria 2008/09 e scontano una riduzione del 15-20% delle stime degli utili aziendali. Solo il verificarsi di uno scenario peggiore o un incancrenirsi della crisi finanziaria potrebbe portare le valutazioni a nuovi minimi. Per il momento manteniamo un atteggiamento opportunistico, in quanto non vogliamo aggiungere volatilità al portafoglio. Continuiamo a limitarci a operazioni tattiche prevalentemente sugli indici che crediamo siano più efficaci in questo contesto. Tecnicamente, anche lo S&P 500 è tornato a mostrare debolezza, dopo aver superato i minimi del mese di agosto. Un test in area 1020 è possibile. A livello geografico crediamo che l'Europa e i paesi asiatici siano i più attrattivi, in quanto la loro marcata underperformance rispetto agli Stati Uniti da inizio anno, dovrebbe almeno in parte rientrare, con l'affievolirsi delle preoccupazioni e una diminuzione della volatilità.

Visto l'alto nervosismo sui mercati valutari, continuiamo a mantenere una diversificazione valutaria generalmente bassa. Per tutti i profili manteniamo in portafoglio un'esposizione contro la lira turca del 5%. In aggiunta nei profili franco svizzero, diversifichiamo su euro (15%) e anche in minor misura su won coreano (2%) e corona svedese (2%).



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 = 😞

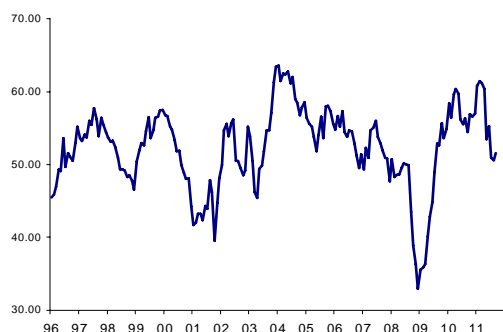
- fortemente sottoponderare = 😞😞

Cambiamento rispetto alla situazione precedente : ↑ → ↓



Primo indicatore: la congiuntura

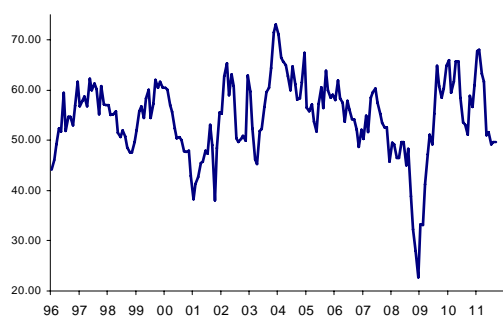
USA: ISM Index



Fonte: Bloomberg

L'indice ISM (inchiesta sulle prospettive economiche effettuata tra i direttori agli acquisti statunitensi) ha sorpreso per il secondo mese di seguito la comunità finanziaria, essendo salito di un punto. Alla base del risultato la ripresa della produzione che è rimbalzata a 51.2, facendo registrare il ritorno alla crescita. Il risultato è importante, in quanto porta un minimo di serenità, dopo una messe di dati preoccupanti.

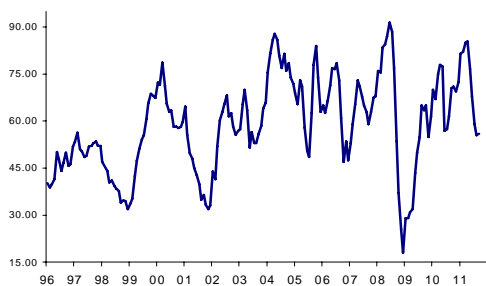
USA: ISM Index – Componente nuovi ordini



Fonte: Bloomberg

I nuovi ordini sono rimasti ai livelli del mese scorso, leggermente sotto 50, ponendo alcuni dubbi sulla stabilità della ripresa dell'attività manifatturiera. Senza la crescita degli ordini, anche l'indice generale farà fatica a mantenersi sugli quote attuali.

USA: ISM Index - Componente prezzi



Fonte: Bloomberg

La componente prezzi in questo momento di discesa delle quotazioni delle materie prime e di incertezza sull'andamento della domanda, passa quantomeno in secondo piano. Sicuramente significa un sollievo per i margini operativi, sotto pressione dall'anemico top-down.

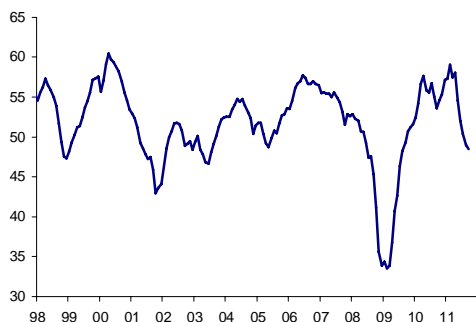
USA: Fiducia del consumatore



Fonte: Bloomberg

La fiducia del consumatore è rimasta ai minimi degli ultimi 2 anni. Nella stessa inchiesta le economie domestiche reputano che la difficoltà di trovare lavoro è al massimo degli ultimi 30 anni. Con il mercato immobiliare che non riesce a riprendersi e i mercati finanziari sotto pressione, è difficile immaginare un consumo privato tonico per i prossimi mesi. Almeno uno delle tre problematiche menzionate devono mostrare segni di miglioramento per potere contare sul contributo del consumo alla crescita economica.

Eurolandia: PMI Index



Fonte: Bloomberg

Il PMI manifatturiero della zona euro accelera leggermente la sua discesa e si colloca a 48.5. L'attività industriale è in fase di peggioramento, in ragione anche dal livello dei nuovi ordini, al minimo da giugno 2009 (45.2). Anche la Germania soffre della condizione dell'area euro e si ferma in questa componente a un preoccupante 46.4%, solo leggermente al di sopra della media. Questo andamento aumenta la possibilità di recessione in Europa.

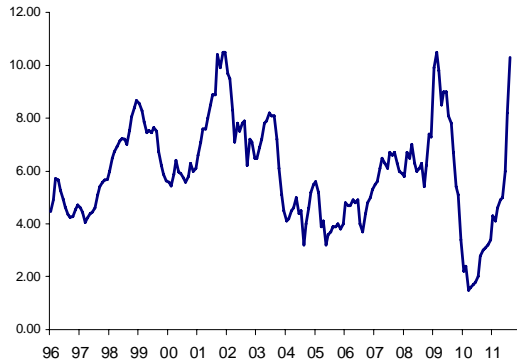
Prospettive sulla crescita economica

I dati economici pubblicati nell'ultimo mese confermano il momento di estrema difficoltà dell'economia mondiale. I mercati finanziari scontano una recessione in Europa, una crescita prossima allo zero negli Stati Uniti e un forte rallentamento nei paesi emergenti. In particolare in Cina ha destato preoccupazione, per noi eccessiva, per la pubblicazione dell'indice PMI manifatturiero che si è fissato a ridosso di 50, lo spartiacque tra crescita e contrazione. Pochi mesi orsono si era preoccupati per l'eccessiva forza dell'inflazione e l'instabilità che questa potesse causare sul sistema finanziario. Ora i timori si sono ribaltati. Giudiziosamente la banca centrale cinese è andata con decisione ad aumentare i tassi d'interesse di riferimento e a controllare la massa monetaria. Di conseguenza la produzione industriale ha rallentato da livelli stratosferici a ritmi comunque interessanti. Siamo convinti che le autorità stanno già riflettendo sulla opportunità di ridurre la morsa sul credito e di passare a politiche monetarie e fiscali più espansive. In Europa saranno i politici a decidere se l'economia andrà pericolosamente in recessione o se riusciranno a trovare una strada credibile per la soluzione al problema degli eccessivi debiti pubblici verrà trovata. Negli ultimi dieci giorni la politica ha messo qualche tassello importante, ciò che ci dà uno spiraglio di speranza per il futuro.

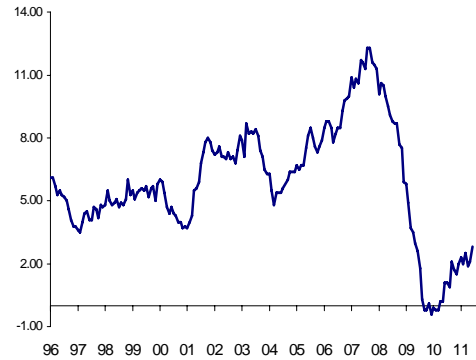
Secondo indicatore: condizioni monetarie

A) Massa monetaria

USA: M2 (crescita annuale)



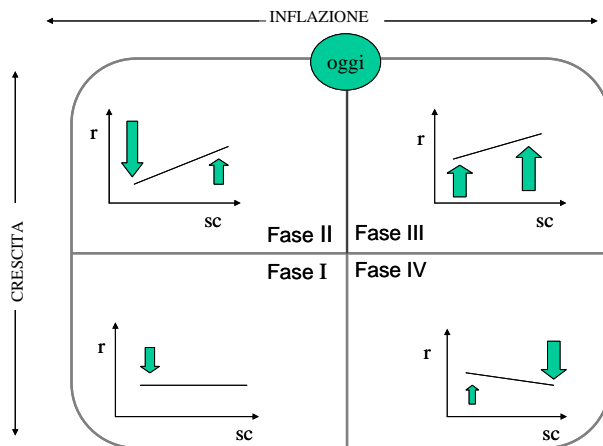
Eurolandia: ECB M3 (crescita annuale)



Fonte: Bloomberg

Sorprendentemente la crescita della massa monetaria è accelerata al 2.8% in agosto, grazie alla maggior erogazione di credito da parte delle banche ai privati e alle aziende. Per quanto questo andamento è quello che più desideravamo da mesi, crediamo che debba avere corta durata, in quanto il dato si riferisce al periodo prima dell'esplosione della crisi del debito sovrano. Probabilmente il prossimo mese farà registrare un passo indietro.

B) Scenario economico e Yield curve

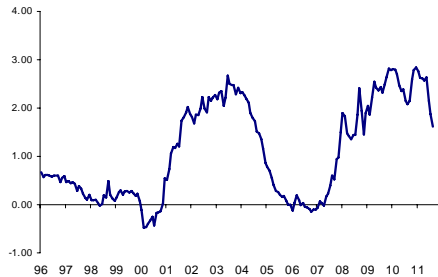


Ancora un paio di mesi orsono, l'inflazione era la preoccupazione maggiore anche nei paesi occidentali. Questo tema ha lasciato il posto alla paura di una recessione, indotta dalle misure di austerità, necessarie per ridurre l'eccessivo debito pubblico dei paesi occidentali.

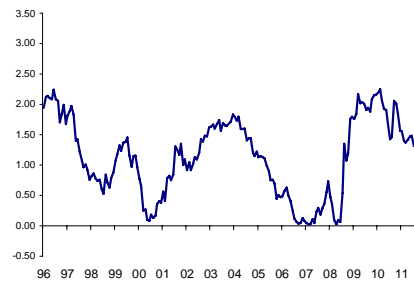
Utilizziamo quest'indicatore, in quanto esiste una chiara relazione tra lo scenario economico, espresso in crescita congiunturale e inflazione, con l'inclinazione della yield curve e l'andamento del mercato azionario. In questo contesto, la yield curve è definita come la differenza tra i rendimenti delle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

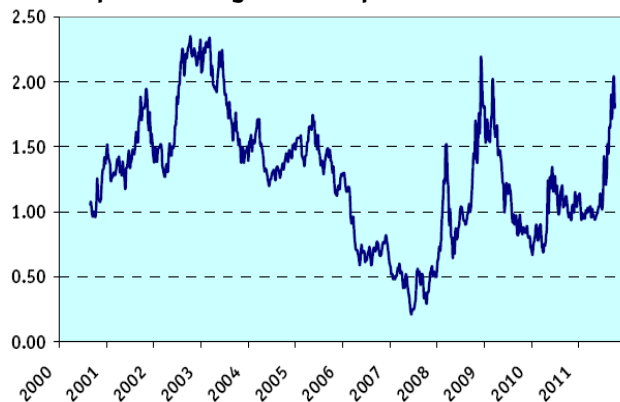


Fonte: Bloomberg

Il movimento di flattening in atto da qualche tempo sta iniziando a rallentare. Di fatto sono stati i rendimenti a lungo, in netta discesa, a far appiattire la curva, una tendenza che ai livelli attuali che ai livelli attuali riteniamo non continuerà a oltranza.

C) Obbligazioni: corporate spread

Credit spread obbligazioni corporate in EUR



Fonte: Bloomberg

Il nervosismo degli investitori ha causato un aumento degli spreads che sono tornati a livelli del 2009. Riteniamo sia giusto mantenere una diversificazione sulle obbligazioni societarie, con la massima attenzione alla selezione dei nomi, anche perché il mercato sta peccando di irrazionalità.

Terzo indicatore: la valutazione dei mercati azionari

USA: P/E prospettico 12 mesi



Europa: P/E prospettico 12 mesi



Fonte: Nomura

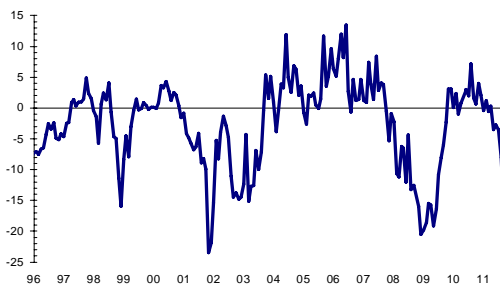
I multipli di valutazione restano sotto pressione, sempre molto vicini ai minimi del 2009. Gli investitori scontano una recessione nei profitti, a causa delle grandi incertezze sull'andamento economico nei mesi a venire. Una discesa degli utili del 15-20% è inglobata nelle attuali valutazioni. Solo il verificarsi di uno scenario peggiore e un incancrenirsi della crisi potrebbe portare le valutazioni sotto quelle del 2008/09.

Quarto indicatore: la dinamica degli utili (EPS Momentum)

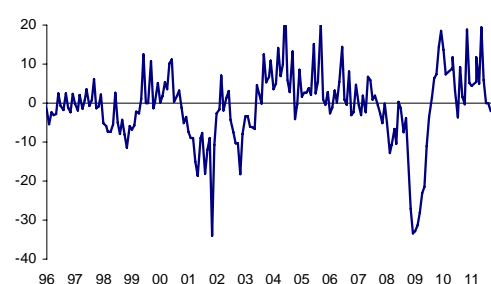
Le stime degli utili sono scese, ma non considerano ancora la possibilità di una recessione in Europa o negli Stati Uniti. Ci aspettiamo quindi che l'EPS momentum resti negativo nei prossimi mesi. Il nuovo catalyst potrebbe essere rappresentato negli USA dall'incombente stagione delle pubblicazioni trimestrali. Il management delle società di fronte al peggioramento delle previsioni sulla congiuntura e delle incertezze sul tappeto saranno costrette a rivedere al ribasso le loro guidances per i prossimi trimestri e stimolare gli analisti a tagliare le stime degli utili societari.

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

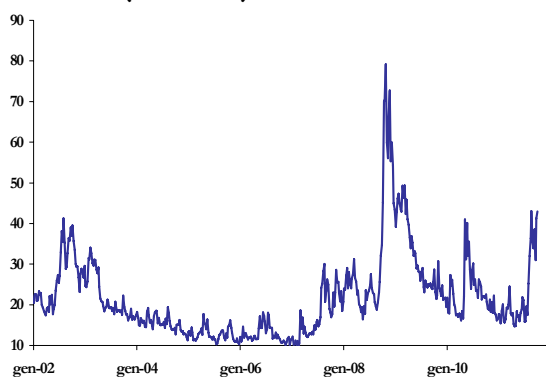


Fonte: Nomura

Quinto indicatore: il sentimento



Indice VIX (volatilità) sul CBOE

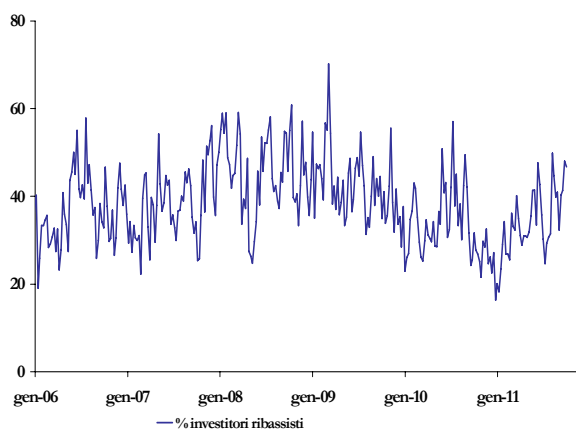
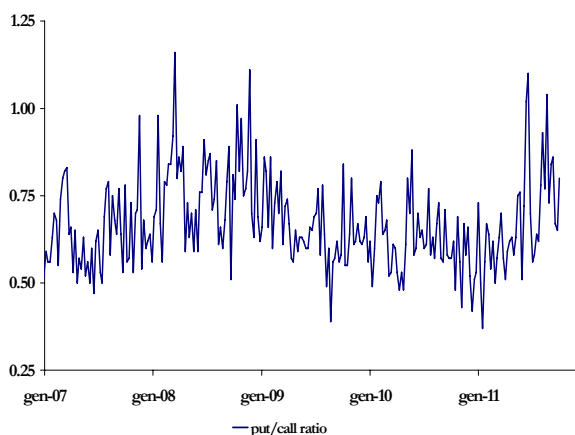


Fonte: Bloomberg

L'indice VIX si mantiene su livelli elevati, superati negli ultimi 10 anni solo al top della crisi finanziaria del 2008/09. La volatilità resterà elevata nei prossimi mesi, in quanto le problematiche sul tappeto sono lungi dall'essere risolte.

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 a livelli elevati, ma non segnala ancora panico. Il sentimento è negativo ma non ancora al punto tale da suggerire una posizione contrarian.

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.