



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) | stabile | rimbalzo |
| Consumer confidence (USA) | al ribasso | in ripresa |
| PMI index (Euroland) | stabile | debole |
| Condizioni monetarie | Neutrali | Neutrali |
| Liquidità (M2/M3) | crescita minima in EU | crescita debole |
| Yield curve | stabile | movimento laterale |
| Corporate spread | stabile | 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) | stabile | |
| Bear ratio | in discesa | |

Strategia d'investimento

Settimana scorsa gli occhi erano puntati sul consesso annuale della Fed a Jackson Hole. Gli investitori attendevano con trepidazione l'annuncio da parte di Bernanke di una nuova fase di quantitative easing. Il presidente si è detto preoccupato dell'andamento congiunturale e dell'incapacità dell'economia americana di creare posti di lavoro in numero sufficiente per far scendere la troppo alta disoccupazione. Allo stesso tempo si è detto attento a dare tutta la liquidità necessaria al sistema finanziario e di monitorare costantemente l'andamento congiunturale. In caso di necessità la Fed è pronta a implementare nuove misure per supportare l'economia americana.

Il mese di luglio è stato caratterizzato da un'elevata volatilità sui mercati finanziari, dapprima causata dalle rinnovate tensioni sulla crisi del debito sovrano e sullo stato del sistema bancario spagnolo, tensioni in seguito alleviate dalla prospettiva di un intervento più deciso delle banche centrali, in particolare la BCE di Mario Draghi. Sono sempre più di attualità le speranze che la BCE possa intervenire con acquisti massicci di bond periferici sul mercato secondario, fermo restando il meccanismo anti-spread formulato al meeting europeo di fine giugno che prevede la possibilità di intervento dei fondi EFSF/ESM. La parte breve della curva di Italia e Spagna è così rientrata a livelli di rendimento più sostenibili, mentre una certa tensione permane sulla parte più lunga della curva.

Reiteriamo il consiglio di duration corta, mentre siamo costruttivi sulle obbligazioni corporate, con la massima attenzione alla qualità del debitore e alle quantità investite sul singolo nome.

Il mercato azionario, in generale, appare più sacrificato rispetto alle altre asset classes e tratta con multipli di valutazione bassi in un confronto storico. Certamente un quadro europeo che i mercati paiono giudicare più favorevole, creerebbe un clima meno avverso al rischio da parte degli investitori, a beneficio delle asset classes più rischiose. Consigliamo pertanto un progressivo aumento della quota azionaria con tempi e modalità suggerite dall'osservazione dei mercati finanziari e dagli importanti eventi che si susseguiranno nelle prossime settimane.

Il mese di agosto è stato contraddistinto dal recupero dell'euro sul dollaro statunitense. Il movimento è da ricondurre alla fiducia verso la BCE e al miglioramento della crisi del debito. Il proseguimento di questo andamento, dipenderà soprattutto dalle prime settimane di settembre. I mercati finanziari attendono con ansia i dettagli operativi del piano d'azione congiunto fra BCE-EFSF/ESM e all'eventuale riduzione sui tassi d'interesse di un quarto di punto.

Come valute per la diversificazione proponiamo peso messicano, dollaro sud-africano e rublo, quest'ultimo particolarmente sacrificato a dispetto di interessanti fondamentali.



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 | 2.10 | 😊😊 | 😞😞 | 😞 |
| <i>Cambiamento</i> | | → | → | → |

Legenda:

- fortemente sovraponderare = 😊😊

- sovraponderare = 😊

- neutrale = 😐

- sottoponderare = 😞

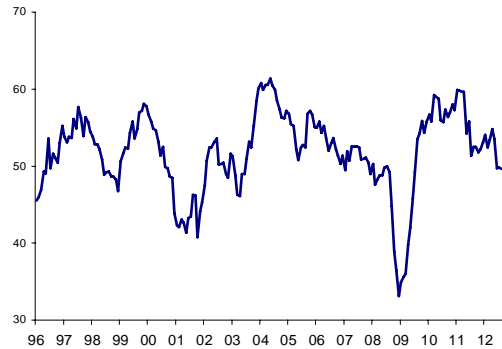
- fortemente sottoponderare = 😞😞

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 in fase di contrazione da 3 mesi a questa parte. Sotto pressione la componente produzione che è andata sotto quota 50 per la prima volta dal maggio 2009. I dati sono in sintonia con il momento di fiacca della congiuntura statunitense. I commenti degli intervistati sono incentrati sull'indebolimento di ordini e domanda, con particolare preoccupazione per la situazione congiunturale mondiale.

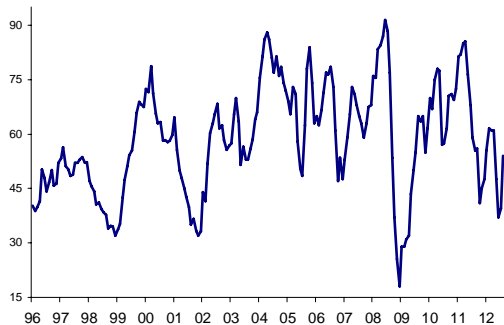
USA: ISM Index – Componente nuovi ordini



Fonte: Bloomberg

La componente nuovi ordini continua la sua discesa e non lascia intravedere una ripresa dell'indice generale nei prossimi mesi.

USA: ISM Index - Componente prezzi



Fonte: Bloomberg

La componente prezzi è salita con vigore, ma non crediamo alla luce della debolezza della congiuntura mondiale che esista un problema inflazione.

USA: Fiducia del consumatore



Fonte: Bloomberg

La fiducia del consumatore americano è tornata a scendere dopo un mese di rimbalzo. All'origine delle preoccupazioni dei consumatori le ridotte prospettive sul mondo del lavoro e il peggiorato andamento economico. L'aumento del prezzo della benzina ha poi fatto il resto. Questa variabile è molto importante, in quanto un aumento del costo dei derivati è stato storicamente seguito da una fase di riduzione nella crescita dei consumi privati.

Eurolandia: PMI Index



Fonte: Bloomberg

Il PMI manifatturiero della zona euro è salito dopo mesi di discesa, dell'esatto ammontare della contrazione del mese precedente. Il dato conferma il momento recessivo della zona euro, esacerbato dal rallentamento dell'economia mondiale. I PMI tedesco e francese sono rimbalzati da livelli attorno a 45, un movimento di speranza da monitorare.

Prospettive sulla crescita economica

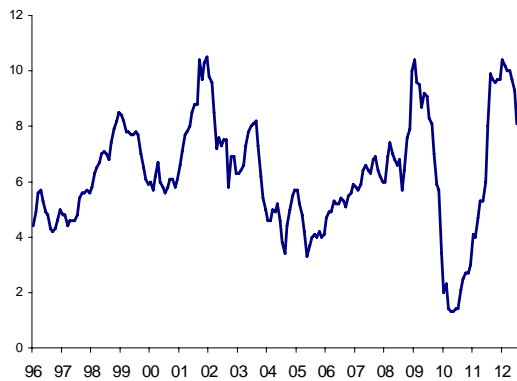
Settimana scorsa gli occhi erano puntati sul consesso annuale della Fed a Jackson Hole. Gli investitori attendevano con trepidazione l'annuncio da parte di Bernanke di una nuova fase di quantitative easing. Il presidente si è detto preoccupato dell'andamento congiunturale e dell'incapacità dell'economia americana di creare posti di lavoro in numero sufficiente per far scendere la troppo alta disoccupazione. Allo stesso tempo si è detto attento a dare tutta la liquidità necessaria al sistema finanziario e di monitorare costantemente l'andamento congiunturale. In caso di necessità la Fed è pronta a implementare nuove misure per supportare l'economia americana.

A livello macro da segnalare come la crescita economica cinese sia sempre debole, con il dato del PMI che è risultato per la prima volta dal novembre 2011 al di sotto di quota 50, lo spartiacque tra crescita e contrazione dell'attività manifatturiera. Il dato apre a un nuovo taglio dei tassi d'interesse di riferimento da parte della banca centrale cinese, anche se l'atto non deve essere dato per scontato, in quanto le autorità cinesi hanno interesse a una crescita relativamente bassa per dare più peso al consumo e meno agli investimenti. In questo senso, potrebbero arrivare stimoli fiscali non più incentrati sulle infrastrutture o non solamente, ma dedicati anche al supporto del consumo.

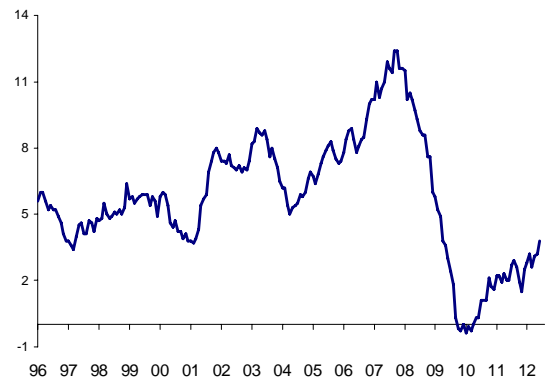
Secondo indicatore: condizioni monetarie

A) Massa monetaria

USA: M2 (crescita annuale)



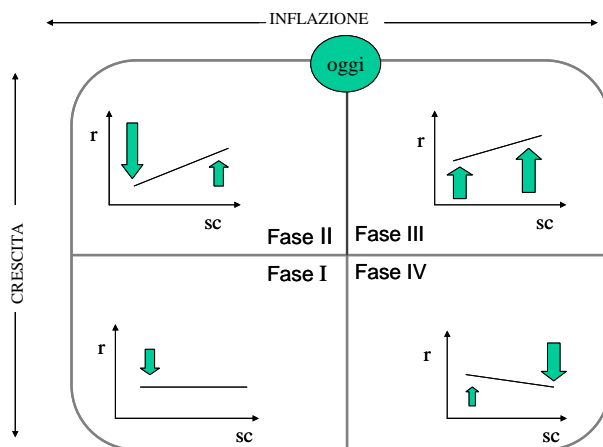
Eurolandia: ECB M3 (crescita annuale)



Fonte: Bloomberg

I crediti alle economie domestiche e alle aziende sono cresciuti per la prima volta negli ultimi 3 mesi, un segnale dopo le misure decise nel summit europeo di giugno. La massa monetaria è a sua volta cresciuta al 3.8% un dato che non si registrava da mesi.

B) Scenario economico e Yield curve

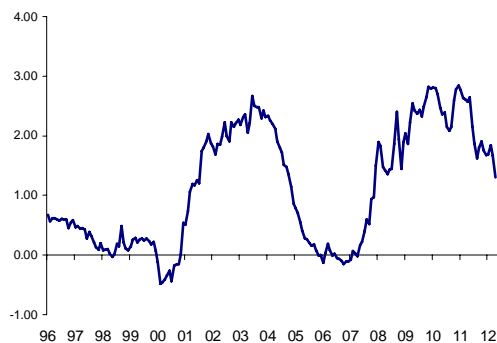


Come sottolineato anche dal presidente della Fed, il problema principale continua a essere la crescita economica che non è abbastanza forte da far scendere l'alto tasso di disoccupazione statunitense. L'inflazione resta una problematica in prospettiva, senza fretta.

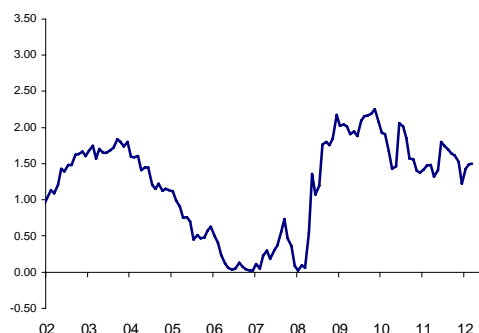
Utilizziamo quest'indicatore, in quanto esiste una chiara relazione tra lo scenario economico, espresso in crescita congiunturale e inflazione, con l'inclinazione della yield curve e l'andamento del mercato azionario. In questo contesto, la yield curve è definita come la differenza tra i rendimenti delle 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 parte breve della curva di Italia e Spagna è già rientrata a livelli di rendimento decisamente più sostenibili, mentre una importante sottovalutazione permane sulla parte più lunga della curva. Per quel che riguarda i rendimenti dei Paesi considerati free-risk sulla parte a 2 anni rimangono rendimenti negativi per i paesi europei più virtuosi, segno inequivocabile dell'enorme massa di liquidità che, in caso di soluzione del problema Europeo, potrebbe riversarsi su classi di attivi più remunerativi. I rendimenti decennali (sia tedeschi che americani), dopo aver testato i minimi recentemente, appaiono ormai alla fine del lungo trend ribassista.

C) Obbligazioni: corporate spread

Credit spread obbligazioni corporate in EUR



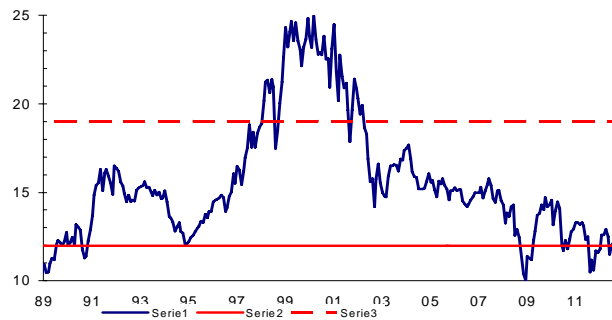
Con i rendimenti dei governativi ai minimi e l'ottima qualità dei bilanci societari, le emissioni corporate, al di fuori del settore finanziario, sono ancora essere accumulare.

Fonte: Bloomberg



Terzo indicatore: la valutazione dei mercati azionari

USA: P/E prospettico 12 mesi



Europa: P/E prospettico 12 mesi



Fonte: Nomura

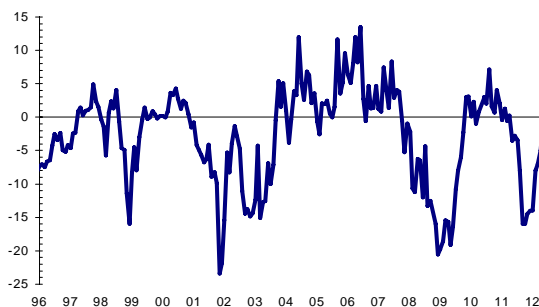
I multipli di valutazione hanno seguito il movimento al rialzo delle borse, tanto più la componente utili ha continuato a scendere. Un'eventuale dilatazione dei P/E sui mercati europei e asiatici dipende dalla percezione degli investitori che la crisi del debito sovrano europeo possa trovare una soluzione credibile. La nostra sensazione è che questo momento potrebbe essere non troppo distante.

Quarto indicatore: la dinamica degli utili (EPS Momentum)

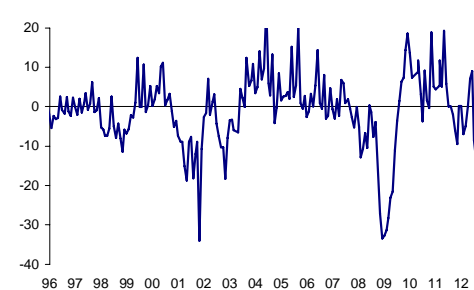
Le stime degli utili continuano a essere riviste al ribasso, anche se c'è d'aspettarsi che dopo la forte riduzione, il ritmo dei tagli dovrebbe recedere. Comunque senza un miglioramento delle prospettive congiunturali difficilmente le stime degli utili torneranno a salire e a essere da traino alle borse.

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

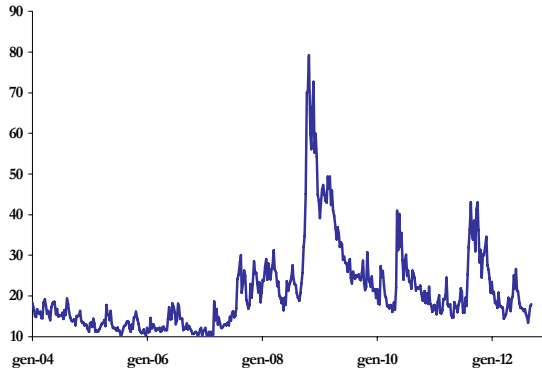


Fonte: Nomura



Quinto indicatore: il sentimento

Indice VIX (volatilità) sul CBOE

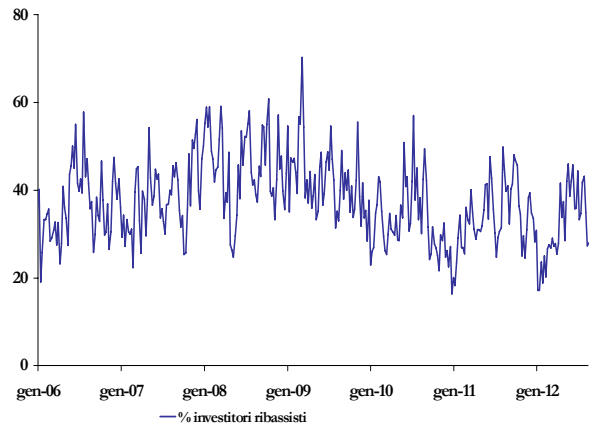
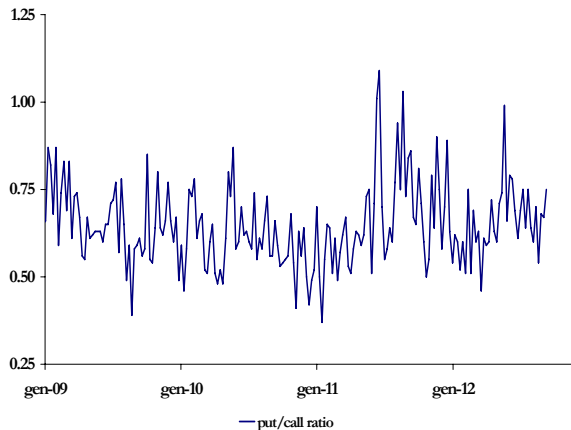


La volatilità appare disconnessa dai movimenti di mercato. È una situazione mai riscontrata negli ultimi anni. Comunque l'indice indica un eccessivo positivismo degli investitori statunitensi.

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 e Investitori Bear sul mercato azionario statunitense



Fonte: Bloomberg

La percentuale di investitori ribassisti è nuovamente scesa e si avvicina alla zona dove indica un eccessivo ottimismo da parte degli investitori.

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.