



BANCA DEL SEMPIONE
SIMPLON BANK
BANQUE DU SIMPLON



Strategia d'investimento

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

Bollettino mensile no. 12 – Dicembre 2013
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	consolidamento
Consumer confidence (USA)	in discesa	consolidamento
PMI index (Euroland)	in ripresa	in ripresa
Condizioni monetarie	Neutrali	Neutrali
Liquidità (M2/M3)	crescita minima in EU	crescita debole
Yield curve	curva regolare	
Corporate spread	al ribasso	
Valutazione azioni	Neutrale	
P/E	neutrale	
Earnings yield gap	sottovalutato	
Dinamica degli utili	Positiva negli USA	In miglioramento
EPS momentum		
Sentimento	Bullish	
Indice VIX (volatilità)	al rialzo	
Bear ratio	ai minimi	

Strategia d'investimento

L'economia americana pur non proponendo tassi di crescita spettacolari, evidenzia una discreta solidità. La disoccupazione scende gradualmente e il basso costo dell'energia, sta provocando una nuova industrializzazione del paese. Prevediamo una accelerazione della crescita economica nel 2014. Il set di riforme proposto dalle autorità cinesi è composto da 60 misure che toccano svariati ambiti (sociale, economico, giuridico). La crescita del PIL sarà fatalmente minore, anche sotto il 7% negli anni a venire, ma i rischi di una crisi del sistema finanziario si sono ridotti.

Riteniamo che il tapering della Fed inizierà al massimo nel primo trimestre 2014. Grossi spazi di discesa dei rendimenti in US\$ non ne vediamo e quindi eviteremo di avere duration troppo lunghe cercando anzi, in fasi di distensione, di ridurre ulteriormente le stesse attraverso la vendita di future sul t-note. La situazione sul mercato euro, dopo il taglio tassi della BCE e le dichiarazioni di Draghi, potrebbe essere invece favorevole per i mercati periferici che potrebbero sperimentare un'ulteriore fase di restringimento degli spread. Sui mercati core gli spazi di discesa dei rendimenti sono comunque ristretti. In questo contesto di abbondantissima liquidità, la carta Corporate e High Yield rappresenta ancora un contesto dove ricercare valore.

Continua la rotazione dalle obbligazioni alle azioni. I multipli valutativi delle azioni sono in linea con le medie di lungo periodo, ma considerando i flussi di capitale diretti verso le azioni non si può escludere che il P/E possa espandersi. Un consolidamento degli indici nel breve periodo è possibile, ma ogni correzione andrebbe utilizzata per incrementare l'esposizione al mercato azionario. In quest'ottica le gestioni hanno ridotto l'esposizione alle azioni di 6 punti percentuali sui portafogli conservati, mediante vendita di futures per metà sullo Stoxx 600 Europe e metà sull'S&P500.

Continua lo scivolamento delle divise emergenti, che in alcuni casi si stanno avvicinando ai valori minimi da 4 anni a questa parte. In virtù della preoccupante price action monitoriamo con particolare attenzione alcuni livelli e l'eventuale rottura porterà ad un alleggerimento dell'esposizione attuale. Sui portafogli denominati in euro manteniamo una quota strutturale di USD, riteniamo che i buoni fondamentali macro-economici e una politica monetaria improntata ad una fine del Quantitative Easing, nel medio termine porterà ad un apprezzamento della valuta. Manteniamo una quota pari al 2% in CNH confidando nel proseguimento del trend di apprezzamento che ha caratterizzato la valuta in questi ultimi anni.



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

Legenda:

- fortemente sovraponderare = 😊😊

- sovraponderare = 😊

- neutrale = 😐

- sottoponderare = 😞

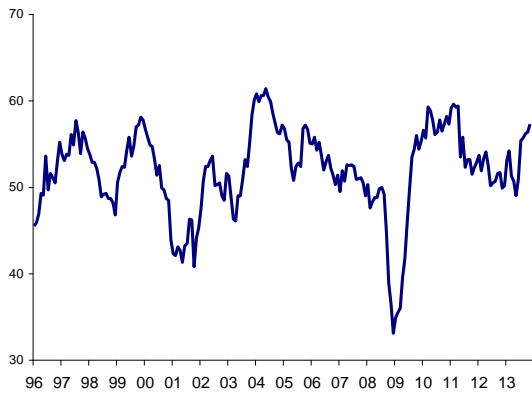
- fortemente sottoponderare = 😞😞

Cambiamento rispetto alla situazione precedente : ↑ → ↓



Primo indicatore: la congiuntura

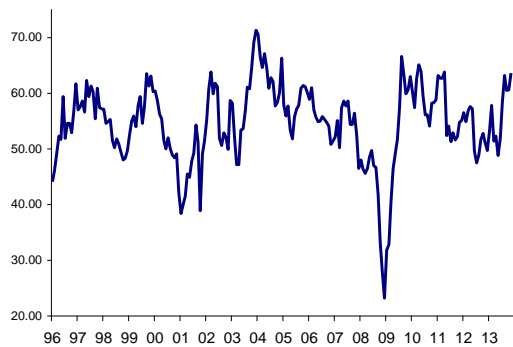
USA: ISM Index



Fonte: Bloomberg

L'indice ISM (inchiesta sulle prospettive economiche effettuata tra i direttori agli acquisti statunitensi) è salito di quasi un punto, facendo segnare il massimo dell'anno (57.3). Da giugno è salito costantemente a confermando le ottime prospettive per l'industria statunitense. A questo livello di indice, le previsioni per la crescita economica nel primo trimestre dell'anno entrante sono positive. Le componenti nuovi ordini, produzione e occupazione hanno tutte contribuito con un notevole balzo di 2-3 punti.

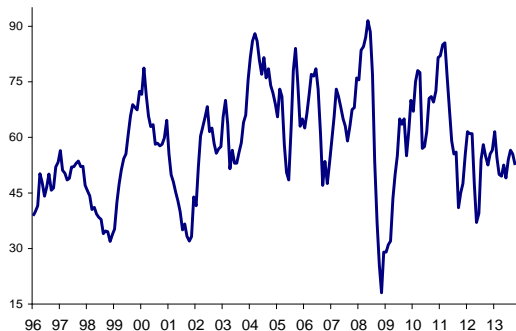
USA: ISM Index – Componente nuovi ordini



Fonte: Bloomberg

La componente nuovi ordini è salita ancora forte a 63.6, non lontana dai livelli storici massimi. L'aumento delle scorte, segnalato la scorsa edizione ha perso d'intensità e non può essere considerato un pericolo per l'attesa accelerazione della congiuntura.

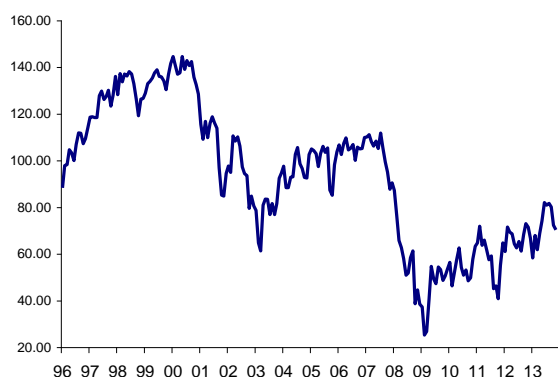
USA: ISM Index - Componente prezzi



Fonte: Bloomberg

La componente prezzi è scesa. La riduzione delle quotazioni del petrolio e dei suoi derivati depongono a favore di un aumento limitato dell'inflazione.

USA: Fiducia del consumatore



Fonte: Bloomberg

La fiducia del consumatore statunitense è scesa al minimo degli ultimi 7 mesi. Probabilmente le famiglie aspettavano una crescita economica più pronunciata nel 2013 e di conseguenza l'indicatore ha goduto in precedenza di un balzo eccessivo. Sicuramente la chiusura di parte delle attività governative e le incertezze sulla politica fiscale hanno avuto un peso sui ritmi di crescita. Ora le aspettative si riducono, ma restano a un livello consono ad un consumo privato in discreto aumento.

Eurolandia: PMI Index



Fonte: Bloomberg

Il PMI della zona euro è cresciuto leggermente a 51.6, a conferma che tutto si muove lentamente in quest'area. Il miglioramento in Germania e Italia continua, mentre Francia e Spagna appaiono in difficoltà. Il loro PMI è in contrazione, sotto la soglia di 50, a causa della debolezza negli ordinativi. Complessivamente il dato è in linea con la nostra previsione di una crescita economica debole per il 2014 (al di sotto dell'1%).

Prospettive sulla crescita economica

L'economia americana pur non proponendo tassi di crescita spettacolari, evidenzia una discreta solidità. La disoccupazione scende gradualmente e il basso costo dell'energia, sta provocando una nuova industrializzazione del paese che porteranno ad una accelerazione della crescita economica nel 2014. Il tapering da parte della Fed potrebbe avvenire prima di marzo.

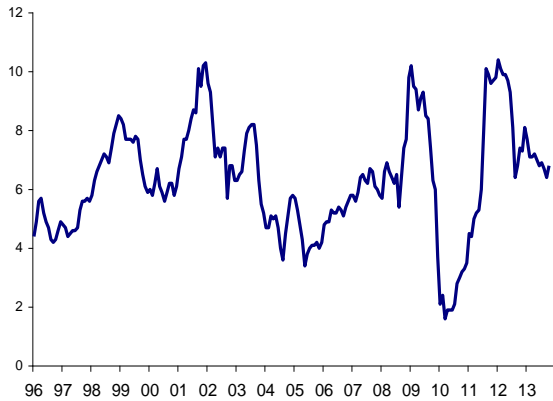
Il set di riforme proposto dalle autorità cinesi è composto da 60 misure che toccano svariati ambiti. Sociale, con l'allentamento della politica del figlio unico e la facilitazione nell'ottenimento di visti per spostarsi all'interno del paese; finanziario, con una maggiore componente di mercato nella fissazione dei prezzi di beni e servizi; giuridici, con la concentrazione del potere verso il cuore del paese e politici, con la valutazione dell'attività delle regioni meno legata alla crescita del PIL e più a criteri qualitativi, al fine di aumentare la produttività e ridurre le inefficienze. La crescita economica sarà fatalmente minore, anche sotto il 7% negli anni a venire, ma i rischi di una crisi del sistema finanziario si sono ridotti.

Con la stabilizzazione della congiuntura europea, l'economia mondiale si sta normalizzando. Il 2014 dovrebbe portare maggiore crescita e una riduzione significativa del rischio sistemico.

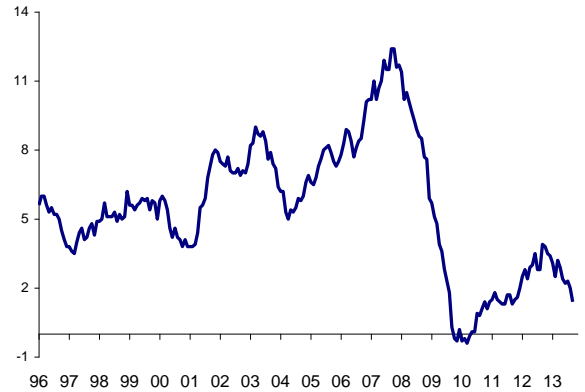
Secondo indicatore: condizioni monetarie

A) Massa monetaria

USA: M2 (crescita annuale)



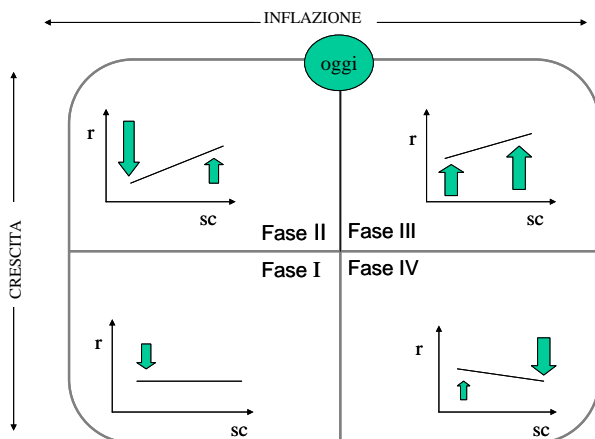
Eurolandia: ECB M3 (crescita annuale)



Fonte: Bloomberg

La mancanza di crescita nella massa monetaria è simbolico dei problemi che attanagliano l'economia europea. Senza generazione di credito la congiuntura non può accelerare.

B) Scenario economico e Yield curve

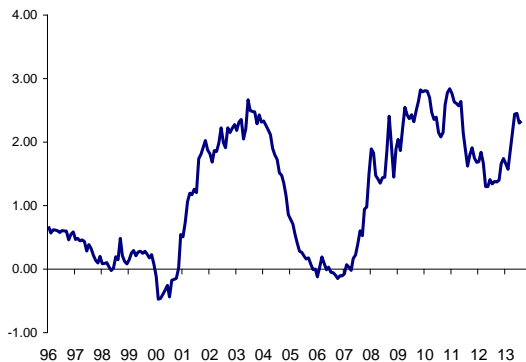


Nel 2014 si potrebbe tornare a parlare di inflazione negli Stati Uniti. L'accelerazione della crescita economica, la diminuzione della disoccupazione e l'attenzione massima della Fed nel modificare la sua super-espansiva politica monetaria potrebbero causare un ritorno dell'inflazione. Il condizionale è d'obbligo, in quanto la nostra è una suggestione che dovrà passo per passo essere monitorata nel corso dell'anno prossimo.

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

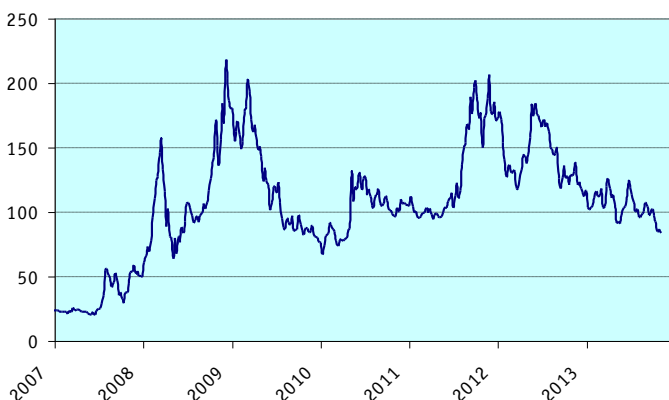


Fonte: Bloomberg

Riteniamo che sui tassi dollari il tapering inizierà al massimo nel primo trimestre 2014. Grossi spazi di discesa dei rendimenti in US\$ non ne vediamo e quindi eviteremo di avere duration troppo lunghe cercando anzi, in fasi di distensione, di ridurre ulteriormente le stesse attraverso la vendita di future sul t-note. La situazione sul mercato euro, dopo il taglio tassi della BCE e le dichiarazioni di Draghi, potrebbe essere invece favorevole per i mercati periferici che potrebbero sperimentare un'ulteriore fase di restringimento degli spread. Sui mercati core gli spazi di discesa dei rendimenti sono comunque ristretti. In questo contesto di abbondantissima liquidità, la carta Corporate e High Yield rappresenta ancora un contesto dove ricercare valore. In particolare riteniamo che vada tenuta sotto osservazione la carta in dollari di emittenti Emerging che, dalla grande presa di beneficio di giugno, ha fatto molta fatica a recuperare il terreno perduto. Questa carta a nostro avviso in molti casi cela un valore importante. Se, come pensiamo, con l'inizio del tapering dovesse soffrire ulteriormente, potrebbe rivelarsi una ottima scelta di investimento per i trimestri a venire.

C) Obbligazioni: corporate spread

Credit spread obbligazioni corporate in EUR



Il differenziale di rendimento fra le obbligazioni AAA e BBB continua a scendere dopo la rottura del supporto a 100 a dimostrazione del grande appetito che esiste sui mercati.

Fonte: Bloomberg

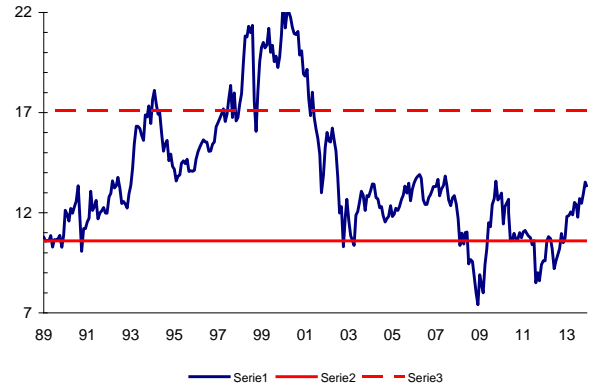


Terzo indicatore: la valutazione dei mercati azionari

USA: P/E prospettico 12 mesi



Europa: P/E prospettico 12 mesi



Fonte: Nomura/Bloombera

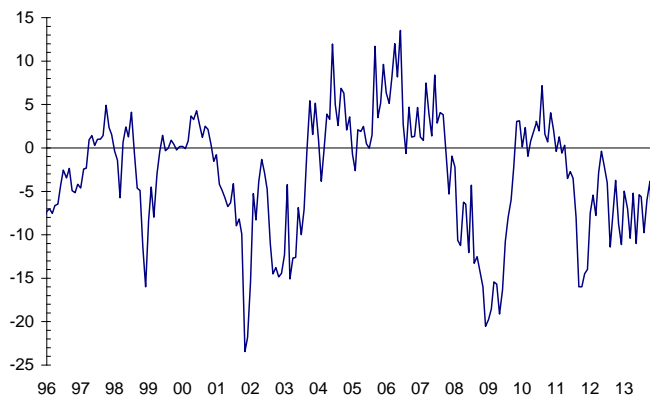
I multipli valutativi delle azioni sono in linea con le medie di lungo periodo, ma considerando i flussi di capitale diretti verso le azioni non si può escludere che le valutazioni possano rimanere elevate per un periodo prolungato. L'andamento più salutare passa comunque per un miglioramento delle stime degli utili aziendali che negli Stati Uniti e in Cina è già iniziato.

Quarto indicatore: la dinamica degli utili (EPS Momentum)

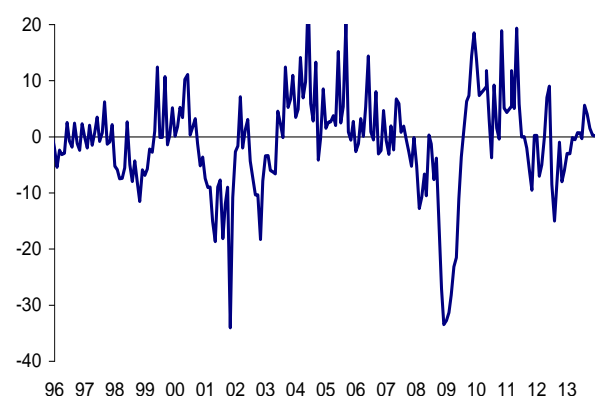
In Europa, l'EPS momentum si sta riprendendo, ma è ancora abbondantemente in territorio negativo. L'EPS momentum negli Stati Uniti sta scendendo, ma rimane ancora in positivo. È necessario che le revisioni delle stime degli utili tornino a salire per supportare, dal punto di vista fondamentale, il rally sulle 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

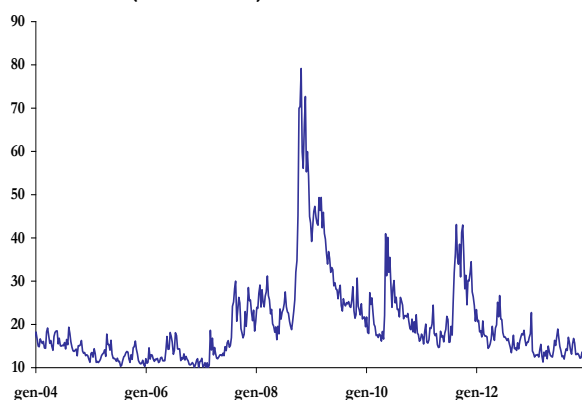


Fonte: Nomura



Quinto indicatore: il sentimento

Indice VIX (volatilità) sul CBOE

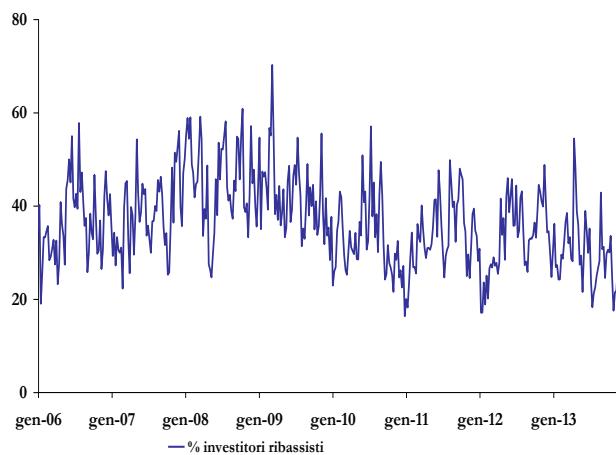
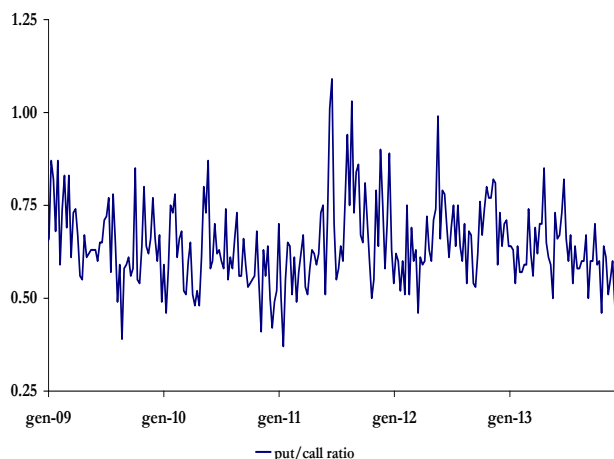


Fonte: Bloomberg

La volatilità è tornata a salire dai livelli minimi recenti. L'investitore americano è molto fiducioso che economia e mercati finanziari si sviluppino positivamente, senza grossi scossoni. Posizione estremamente compiacente.

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

Il numero degli investitori ribassisti è salito, ma si mantiene a livelli storicamente molto bassi.

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.

