



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. 2 – Febbraio 2014
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)	in discesa	consolidamento
Consumer confidence (USA)	in salita	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 rialzo	
Valutazione azioni	Neutrale	
P/E	neutrale	
Earnings yield gap	sottovalutato	
Dinamica degli utili	Negativa	In miglioramento
EPS momentum		
Sentimento	Neutrale	
Indice VIX (volatilità)	al rialzo	
Bear ratio	al rialzo	

Strategia d'investimento

Pur riconoscendo che l'alto indebitamento, il deficit statale e l'espansione del bilancio della Fed che ha inondato il mercato finanziario di liquidità possono creare problemi non indifferenti e di difficile quantificazione al sistema, crediamo che la traiettoria della crescita americana è positiva e ci sono ottime probabilità che quest'ultima riesca con pazienza a riportare ancora più normalità ai mercati finanziari. Gli investitori temono una crisi del sistema finanziario cinese. Crediamo che l'ottima salute finanziaria del paese possa contrastare questo tipo di problematiche. La crescita economica rallenterà dal 10% degli anni scorsi al 7%. Questo andamento è voluto dalle autorità politiche cinesi che vogliono impedire l'esplosione dei crediti e l'aumento della già abbondante offerta.

Suggeriamo un approccio prudente sulle obbligazioni: i tassi nominali sono bassi, vicini ai minimi storici (specie in Germania ed Europa); i tassi reali, pur leggermente risaliti, sono tutt'ora molto bassi. Siamo sicuri che valga la pena allocare rischio sulle parti lunghe per avere un po' di pick-up di rendimento? La risposta è no! Continuiamo a pensare che vada tenuta sotto stretta osservazione la carta, in particolare in dollari, di emittenti Emerging. La recente crisi degli EM penalizza spesso in modo esagerato anche realtà solidissime per il semplice motivo di rientrare in questa categoria.

Il consolidamento sulle borse, può essere sfruttato per accumulare posizioni, in quanto l'economia in miglioramento nel mondo occidentale e in Giappone dovrebbe finalmente innescare un aumento degli utili aziendali e le valutazioni di poco superiori alle medie storiche possono permettere agli indici di salire ancora. L'area a 1730-1770 dell'indice S&P 500 è una prima zona per proporre interventi d'accumulo.

Il mese di gennaio ha visto il proseguimento dei temi che hanno caratterizzato l'anno precedente, in particolare forte debolezza delle valute di paesi emergenti (lira turca in primis), non si registra alcun movimento degno di nota sul fronte delle divise major. Sui portafogli denominati in euro manteniamo una quota strutturale di USD che incrementeremo tatticamente qualora il mercato offra occasioni. Sul fronte delle divise emergenti abbiamo chiuso l'esposizione in lira turca in quanto fattori esogeni (forte tensione sui mercati emergenti) uniti a fattori endogeni (politica monetaria ambigua e scandalo di corruzione che ha colpito il governo Erdogan) rischiano di pesare ulteriormente.



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 = 😞

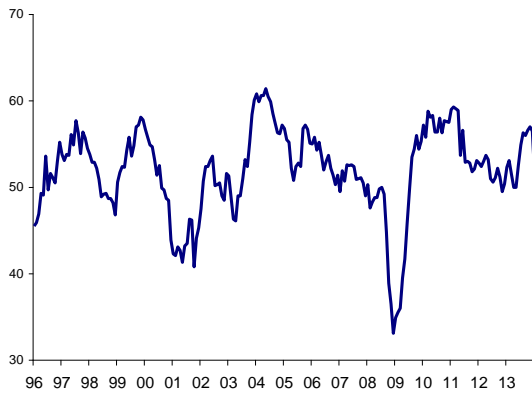
- fortemente sottoponderare = 😞😞

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 sceso pesantemente in gennaio. Il dato comunque al di sopra dello spartiacque di 50 che separa l'espansione dalla contrazione del manifatturiero. In definitiva l'indice non poteva salire in eterno, in quanto la situazione dell'industria non può sempre migliorare. A esacerbare la discesa condizioni climatiche avverse. Non crediamo che questo dato significa un cambiamento di trend, ma i prossimi mesi ci diranno di più sullo stato della congiuntura.

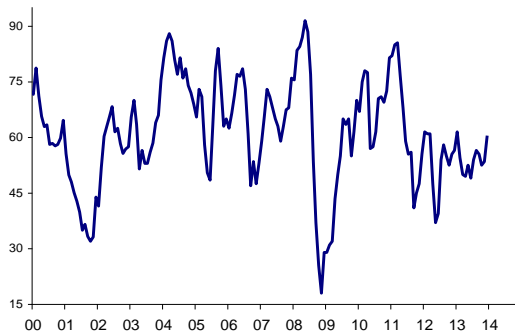
USA: ISM Index – Componente nuovi ordini



Fonte: Bloomberg

La componente nuovi ordini è scesa di 13 punti a 51.2. Una correzione severa che sarà da monitorare con attenzione, anche se pensiamo che l'indice si stabilizzerà a livelli più alti nei prossimi mesi.

USA: ISM Index - Componente prezzi



Fonte: Bloomberg

La componente prezzi è salita, ma si è trovata su livelli che non preoccupano, soprattutto alla luce del rischio di deflazione nel mondo sviluppato.

USA: Fiducia del consumatore



Fonte: Bloomberg

La fiducia del consumatore statunitense è salita verso i livelli massimi post 2008. Le famiglie continuano a esprimere ottimismo, grazie alla discesa dell'occupazione e al discreto andamento della congiuntura. Mercato azionario e valori immobiliari in crescita, sostengono anch'essi il consumo che sarà in grado di esprimere un interessante incremento nell'anno corrente.

Eurolandia: PMI Index



Fonte: Bloomberg

Il PMI della zona euro è salito con piglio deciso e ci da motivo di essere meno negativi sullo sviluppo congiunturale nel 2014. Probabilmente le stime che indicano una crescita del PIL della zona euro dell'1% nel 2014 potranno essere confermate. Il dato è superiore a quello americano, cosa che non succedeva da mesi. La Germania forte a 56.3, ma interessante anche l'Italia con un PMI a 53.1. Deludente la Francia a 49.3.

Prospettive sulla crescita economica

La congiuntura statunitense è in moderata, ma solida ripresa. Dopo il 4.1% del terzo trimestre, l'economia americana è cresciuta del 3.2%, malgrado i tagli espressi dal governo centrale (contributo negativo di 0.9%). Importante il dato sul consumo privato che è aumentato del 3.3%, mettendo le basi per un'espansione interessante anche nel prossimo futuro. Pur riconoscendo che l'alto indebitamento, il deficit statale e l'espansione del bilancio della Fed che ha inondato il mercato finanziario di liquidità possono creare problemi non indifferenti e di difficile quantificazione al sistema, crediamo che la traiettoria della crescita americana è positiva e ci sono ottime probabilità che quest'ultima riesca con pazienza a riportare ancora più normalità ai mercati finanziari.

La Cina preoccupa gli investitori. La cosiddetta finanza ombra, con prodotti ad alto rendimento e i veicoli d'investimento per il finanziamento dei progetti infrastrutturali faticano a generare un cash flow sufficiente, per far fronte ai loro obblighi di pagamento. Sicuramente qualcuno di loro fallirà nel corso dell'anno e questo potrebbe incrinare ulteriormente la fiducia verso il nuovo corso politico cinese. Ci appare difficile credere in una crisi del sistema finanziario, in quanto il paese è in ottima salute finanziaria e il governo ha i mezzi per contrastare questo tipo di problematiche. La crescita economica rallenterà dal 10% degli anni scorsi al 7%. Questo andamento è voluto dalle autorità politiche cinesi che vogliono impedire l'esplosione dei crediti e l'aumento della già abbondante offerta. Nel recente passato Pechino ha comunque sempre proposto degli stimoli fiscali mirati, quando la congiuntura ha abbassato troppo i suoi ritmi di espansione.

Secondo indicatore: condizioni monetarie

A) Massa monetaria

USA: M2 (crescita annuale)



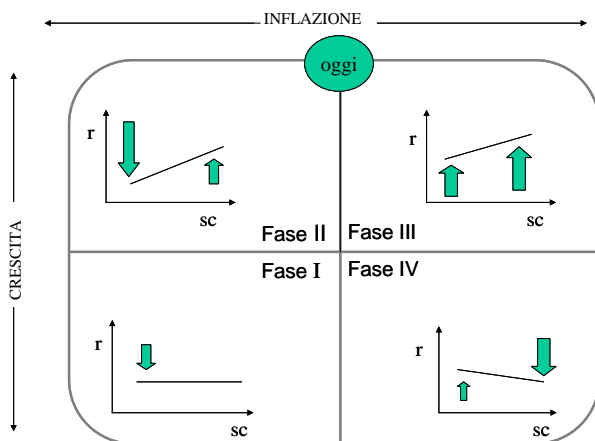
Eurolandia: ECB M3 (crescita annuale)



Fonte: Bloomberg

La crescita della massa monetaria M3 ha raggiunto il livello più basso dal settembre 2010. I prestiti al settore privato hanno addirittura fatto segnare un minimo storico del +2.1%. Il credito rimane il punto mancante nella trasmissione dei meccanismi monetari.

B) Scenario economico e Yield curve

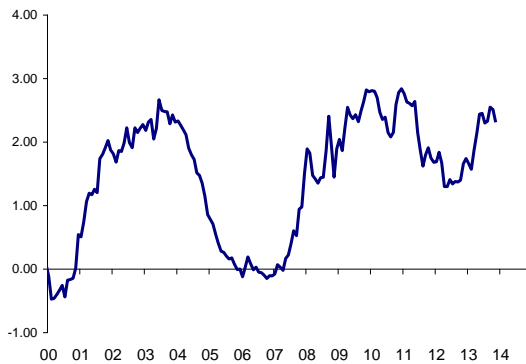


Accantonati da mesi le preoccupazioni sull'inflazione, l'andamento di quest'ultima in Europa sta non poco preoccupando la comunità finanziaria. Il pericolo deflazione è sempre più presente e si attendono misure straordinarie dalla Bce per combattere il problema. La Germania frena, in quanto il paese teutonico è in espansione, mentre il resto dell'Eurozona ne trarrebbe grande beneficio.

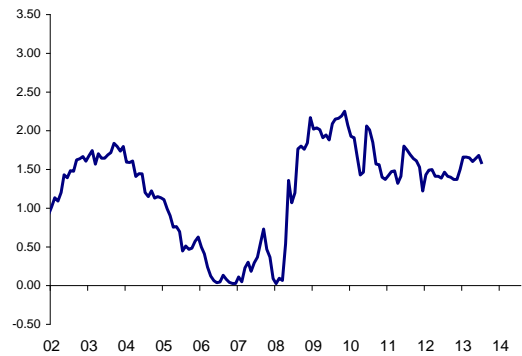
Utilizziamo quest'indicatore, in quanto esiste una chiara relazione tra lo scenario economico, espresso in crescita congiunturale e inflazione, con l'inclinazione della yield curve e l'andamento del mercato azionario. In questo contesto, la yield curve è definita come la differenza tra i rendimenti delle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

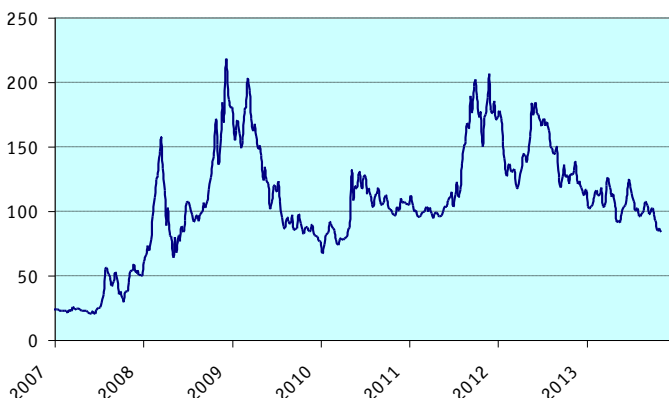
Suggeriamo un approccio prudente sulle obbligazioni: i tassi nominali sono bassi, vicini ai minimi storici (specie in Germania ed Europa); i tassi reali, pur leggermente risaliti, sono tutt'ora molto bassi. Siamo sicuri che valga la pena allocare rischio sulle parti lunghe per avere un po' di pick-up di rendimento? La risposta è no!

Tecnicamente i mercati Europei e Americani si stanno muovendo ancora nell'ambito di range di rendimento che durano ormai da mesi: 1.6-2% per il Bund e 2.5-3% per il T-note. Siamo adesso sulla parte inferiore di questi range. Monitoriamo la tenuta o meno di questi livelli.

La situazione sul mercato euro, dopo il taglio tassi della BCE e le dichiarazioni di Draghi, sono al momento favorevoli per i mercati periferici che hanno sperimentando un'importante fase di restringimento degli spread. Italia, ma soprattutto Spagna, che è più avanti nelle riforme e ha un livello di debito decisamente più maneggiabile, rappresentano opportunità di investimento in eventuali fasi di allargamento degli spread.

C) Obbligazioni: corporate spread

Credit spread obbligazioni corporate in EUR



Continuiamo a pensare che vada tenuta sotto stretta osservazione la carta, in particolare in dollari, di emittenti Emerging. La recente crisi degli EM penalizza spesso in modo esagerato anche realtà solidissime per il semplice motivo di rientrare in questa categoria.

Fonte: Bloomberg

Terzo indicatore: la valutazione dei mercati azionari

USA: P/E prospettico 12 mesi



Europa: P/E prospettico 12 mesi



Fonte: Nomura/Bloombera

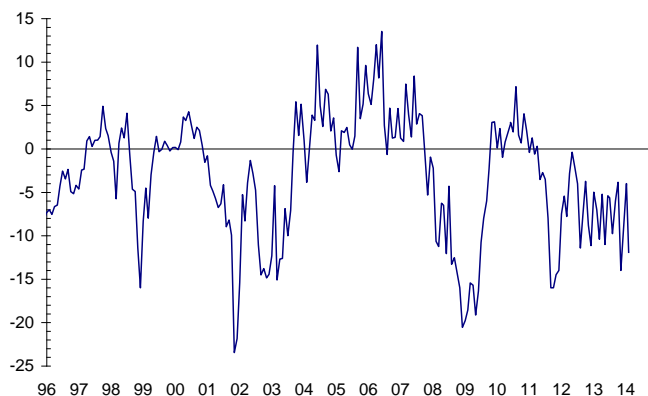
I multipli di valutazione dei mercati azionari sono leggermente scesi, alla luce della consolidamento sulle borse nella seconda parte del mese di gennaio. I P/E di poco superiori alle medie storiche possono permettere agli indici di salire ancora, soprattutto se il discreto andamento congiunturale si tradurrà in stime degli utili in salita.

Quarto indicatore: la dinamica degli utili (EPS Momentum)

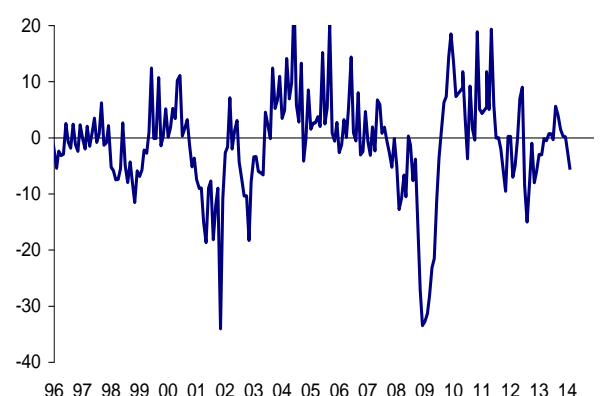
L'EPS momentum è tornato a peggiorare sia in Europa che più sorprendentemente negli Stati Uniti. La pubblicazione delle trimestrali sta fornendo risultati interessanti, mediamente al di sopra delle stime degli analisti, ma quest'ultimi continuano a scendere. Come espresso nel paragrafo precedente speriamo che il migliorato andamento congiunturale nel mondo occidentale e in Giappone si trasformi, come logica, in un aumento delle stime degli utili, in modo da essere di sostegno ai mercati azionari.

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

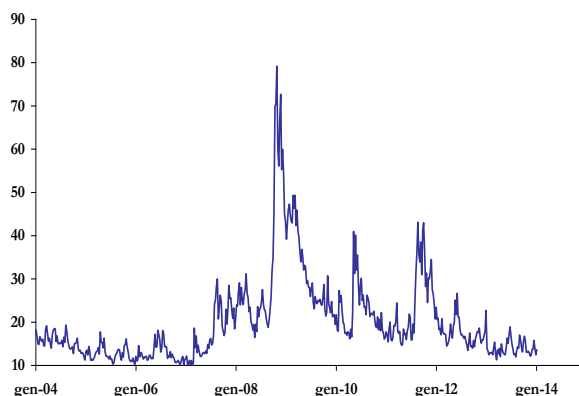


Fonte: Nomura



Quinto indicatore: il sentimento

Indice VIX (volatilità) sul CBOE

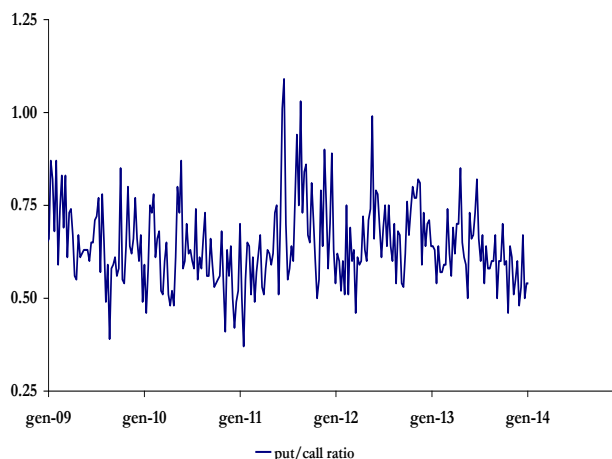


Fonte: Bloomberg

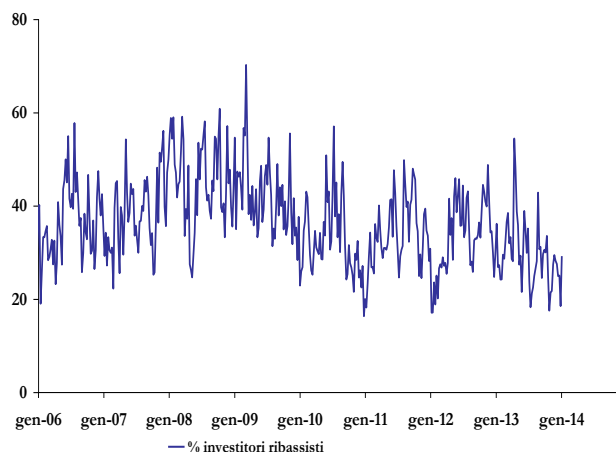
La volatilità è salita con l'intensificarsi del consolidamento sulla borsa. Da mesi sostenevamo che il prossimo movimento avrebbe dovuto essere al rialzo, ma si è fatto attendere oltre le nostre previsioni.

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 correzione sulle borse ha portato con sé un aumento degli investitori ribassisti sulla borsa americana. Siamo comunque ancora in una situazione di positività sull'andamento futuro delle azioni.

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.

