



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. 7 – luglio 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)           | stabile                    | consolidamento         |
| Consumer confidence (USA) | al rialzo                  | consolidamento         |
| PMI index (Euroland)      | legg.minore                | in ripresa             |
| Condizioni monetarie      | Neutrali                   | Neutrali               |
| Liquidità (M2/M3)         | crescita minima in EU      | crescita debole        |
| Yield curve               | curva regolare             |                        |
| Corporate spread          | in ribasso                 |                        |
| Valutazione azioni        | Neutrale                   |                        |
| P/E                       | neutrale                   |                        |
| Earnings yield gap        | sottovalutato              |                        |
| Dinamica degli utili      | Positiva negli USA         | In miglioramento       |
| EPS momentum              | in miglioramento           |                        |
| Sentimento                | Positivo                   |                        |
| Indice VIX (volatilità)   | stabile                    |                        |
| Bear ratio                | in ribasso                 |                        |

### Strategia d'investimento

Malgrado alcune sorprese negative, come il dato del PIL statunitense in calo del 2.9%, in generale gli indicatori economici e gli indici precursori ci offrono il quadro di una congiuntura mondiale in miglioramento nel corso del trimestre. L'attività economica sembra in ripresa e gli ultimi dati macro indicano una crescita americana intorno al 3.0% nel secondo trimestre.

I mercati periferici hanno ora uno spread ridotto rispetto a quelli core che non ne consigliamo un aumento delle posizioni. Nell'ambito della componente obbligazionaria, riteniamo che l'attivo da privilegiare sia l'emerging corporate market debt. Ci conforta in questa propensione l'atteggiamento di molti investitori, che stanno gradualmente rientrando su questi temi di investimento dopo le severe vendite dello scorso anno.

I multipli di valutazione dei mercati azionari veleggiano attorno ai recenti massimi. Considerando i bassi tassi d'interesse, non possiamo considerare questi numeri esagerati. Solo un movimento euforico sulle borse porterebbe le valutazioni a diventare troppo care e di conseguenza a una riduzione strutturale della quota azionaria. Si consiglia una posizione di sovrappeso sull'Europa continentale, in quanto la sostanziale stabilizzazione dei mercati del debito sovrano e il miglioramento della congiuntura dovrebbero materializzarsi in una ripresa degli utili aziendali.

Sul fronte euro contro dollaro, nonostante la sempre più evidente divergenza delle politiche monetarie, non si manifesta la tanto attesa debolezza della moneta comunitaria. Tale situazione sembra generata dal costante movimento di flussi verso l'Europa, con la periferia che sovra-performa. Riteniamo che nel medio lungo-periodo potranno comunque riemergere le ragioni macroeconomiche in virtù delle quali il tasso di cambio potrà collocarsi sensibilmente più in basso. Per quanto riguarda le monete di paesi emergenti siamo positivi su peso messicano, lira turca, rand sudafricano e rupia indiana. Il peso messicano gode di fondamentali macro-economici ottimi e le ultime riforme intraprese dall'esecutivo, tra tutte si segnala la riforma energetica, sono rivolte a un'ulteriore modernizzazione e crescita del paese. Inoltre ricordiamo lo stretto legame tra l'economia americana con quella messicana. La lira turca, dopo la forte svalutazione di inizio anno, sembra aver trovato una certa stabilità. I disordini interni sono rientrati e anche il consenso degli investitori è tornato positivo. Ricordiamo che la valuta turca ha un carry attorno all'8% annuo.



# 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 marginalmente rispetto al mese precedente. Il dato è stato alimentato dall'aumento della componente nuovi ordini (+2.0). L'indice generale si mantiene ben al di sopra del limite di 50 che significa espansione, e promette un'accelerazione della crescita economica nei prossimi mesi.

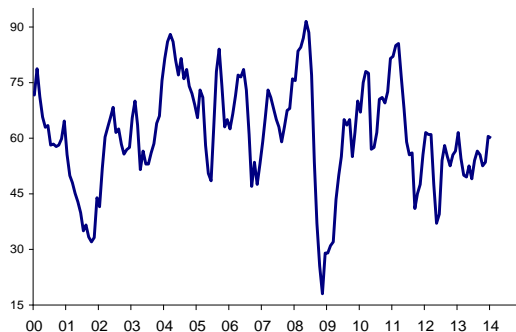
### USA: ISM Index – Componente nuovi ordini



Fonte: Bloomberg

La componente nuovi ordini è salita a livelli importanti, fermandosi a 58.9, lasciandosi alle spalle il periodo di consolidamento, conclusosi in gennaio. Dopo 5 mesi di ripresa dell'indice si può essere ottimisti sull'andamento congiunturale.

### USA: ISM Index - Componente prezzi



Fonte: Bloomberg

La componente prezzi non ha mai superato significativamente il livello di 60 negli ultimi 2 anni. Malgrado l'aumento del prezzo del petrolio, le quotazioni delle altre principali materie prime sono frenate dalle ridotte prospettive di crescita della Cina. Non crediamo che questa componente rappresenterà un rischio per i margini operativi delle aziende.

## USA: Fiducia del consumatore



Fonte: Bloomberg

La fiducia del consumatore statunitense è sempre ai massimi degli ultimi anni. Le retribuzioni sono in leggero aumento e la disoccupazione in calo. Assieme all'aumento del prezzo degli immobili e ai nuovi record della borsa, ci sono ottimi presupposti per un rilancio del consumo privato.

## Eurolandia: PMI Index



Fonte: Bloomberg

In Europa la pubblicazione dei PMI nazionali confermano un momento di fiacca della congiuntura. La discesa dell'indice è dovuta alla debole produzione, mentre le componenti prospettiche sono uscite sostanzialmente invariate. Prevediamo una crescita attorno all'1% per l'anno in corso che dovrebbe garantire maggiore tranquillità ai mercati finanziari europei.

## Prospettive sulla crescita economica

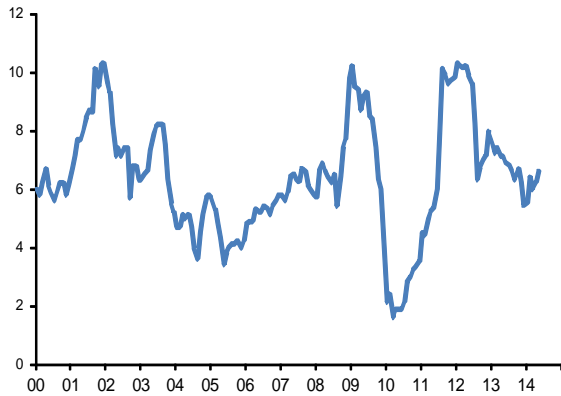
Ci sono diverse evidenze che se da una parte la crescita economica statunitense per il 2014 sarà ridotta (pur sempre superiore al 2%), a causa del pessimo primo trimestre, dall'altra che la congiuntura godrà di un sensibile miglioramento nel corso dell'anno, per le seguenti motivazioni:

- sulla base dei dati in suo possesso la Fed è convinta di una ripresa congiunturale;
- gli indici precursori come ISM e fiducia del consumatore sono ad alti livelli;
- la disoccupazione continua a scendere e gli initial jobless claims sono a livelli che storicamente hanno portato alla creazione di nuovi impieghi, anche al di sopra dei 200'000 al mese;
- assistiamo a una discreta crescita del salario orario +1.7%, a cui si aggiunge un aumento delle ore lavorative (+3.8%).

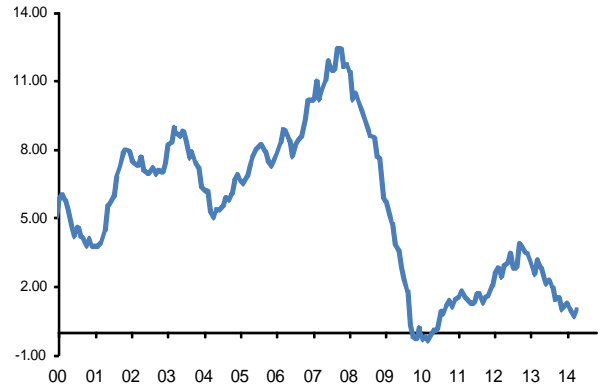
## Secondo indicatore: condizioni monetarie

### A) Massa monetaria

USA: M2 (crescita annuale)



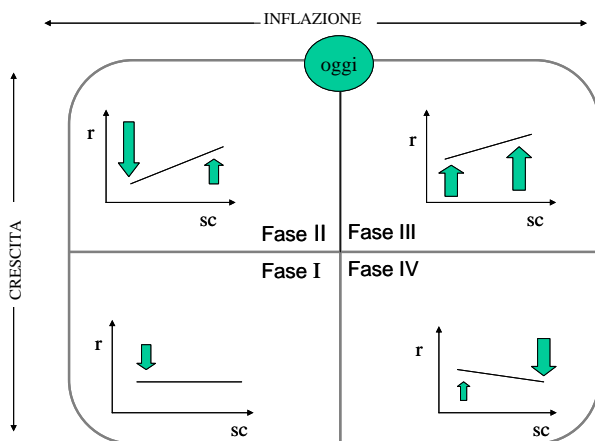
Eurolandia: ECB M3 (crescita annuale)



Fonte: Bloomberg

I prestiti bancari al settore privato sono scesi in misura minore rispetto al mese precedente, segno di stabilizzazione. Prestiti e crescita monetaria dovrebbero accelerare, con l'inizio del TLTRO da parte della Bce in settembre.

### B) Scenario economico e Yield curve

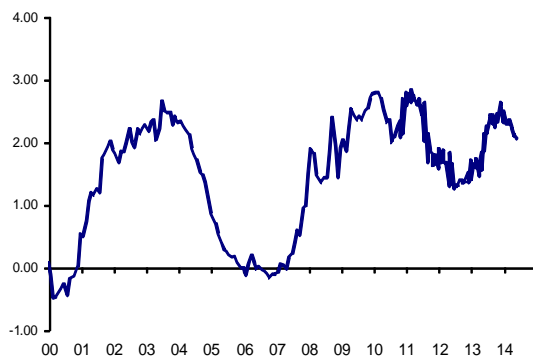


Quasi la totalità delle banche centrali continuano a dare liquidità al sistema finanziario nella speranza di combattere il pericolo della deflazione. In particolare resta preoccupante l'andamento dei prezzi al dettaglio in Europa che si attestano a un magro +0.5%.

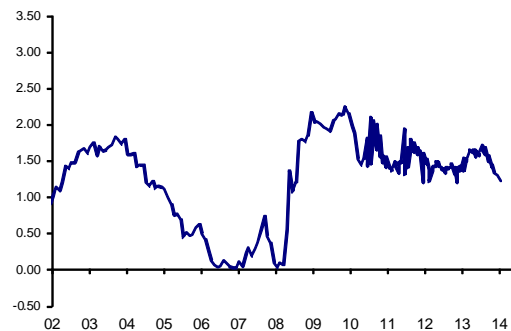
Utilizziamo quest'indicatore, in quanto esiste una chiara relazione tra lo scenario economico, espresso in crescita congiunturale e inflazione, con l'inclinazione della yield curve e l'andamento del mercato azionario. In questo contesto, la yield curve è definita come la differenza tra i rendimenti delle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

Verso la fine dello scorso trimestre, la decisione della Bce di ridurre i tassi ufficiali ha riportato il tratto a breve della curva dei tassi europea a ridosso dello 0% (senza volatilità alcuna), mentre il range di rendimento del 10 anni tedesco, compreso fra l'1.5% e il 2%, è stato recentemente rotto al ribasso. Di conseguenza la curva dei rendimenti in euro si è appiattita.

### C) Obbligazioni: corporate spread

#### Credit spread obbligazioni corporate

Forse solo sulle obbligazioni corporate emergenti rimangono significativi spazi di apprezzamento, come peraltro sottolineiamo ormai da mesi: infatti, i mercati periferici hanno invece ancora una volta beneficiato del nuovo pacchetto di misure della Bce e, sulla scia dell'entusiasmo, hanno toccato nuovi minimi in termini di spread contro Bund.

Per questo, nell'ambito della componente obbligazionaria dei portafogli, riteniamo che l'attivo da privilegiare sia l'emerging market debt. Ci conforta in questa propensione l'atteggiamento di molti investitori, che stanno gradualmente rientrando su questi temi di investimento dopo le severe vendite dello scorso anno.

## Terzo indicatore: la valutazione dei mercati azionari

USA: P/E prospettico 12 mesi



Europa: P/E prospettico 12 mesi



Fonte: Nomura/Bloombera

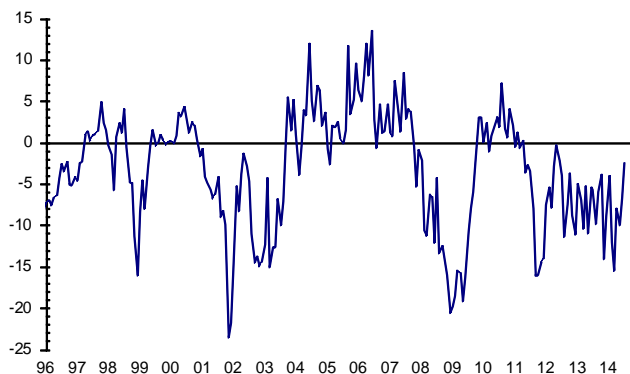
I multipli di valutazione dei mercati azionari veleggiavano sui recenti massimi. Considerando i bassi tassi d'interesse, non possiamo considerare questi numeri esagerati. Solo un movimento euforico sulle borse porterebbe le valutazioni a diventare troppo care e di conseguenza a una riduzione strutturale della quota azionaria.

## Quarto indicatore: la dinamica degli utili (EPS Momentum)

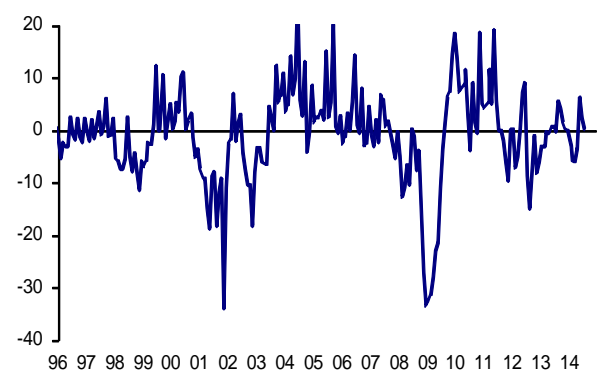
L'EPS momentum è sempre positivo negli Stati Uniti, anche se si sta avvicinando alla zona neutra. Con l'accelerazione della crescita economica prevista nei mesi a venire, l'andamento dovrebbe rimanere positivo. In Europa la situazione è in miglioramento, probabilmente le pesanti revisioni al ribasso degli utili negli scorsi mesi si stanno esaurendo, lasciando presagire un'inversione di tendenza.

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



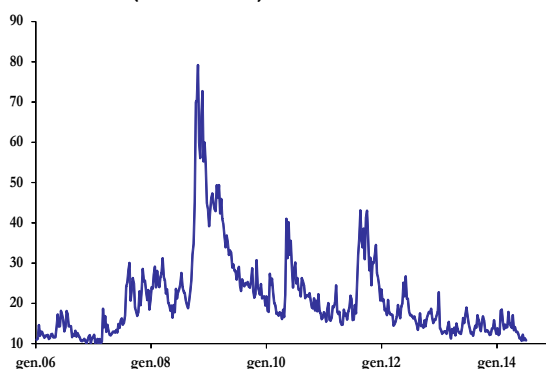
Fonte: Nomura





## Quinto indicatore: il sentimento

### Indice VIX (volatilità) sul CBOE

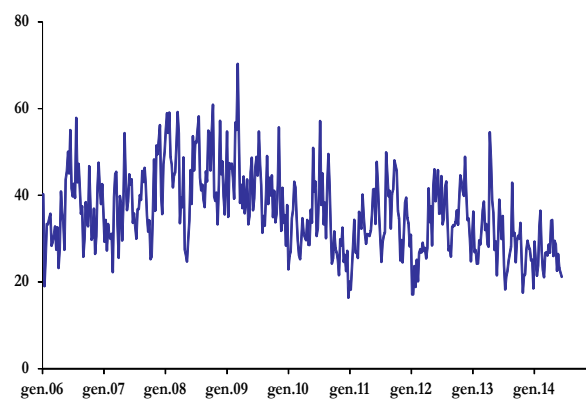
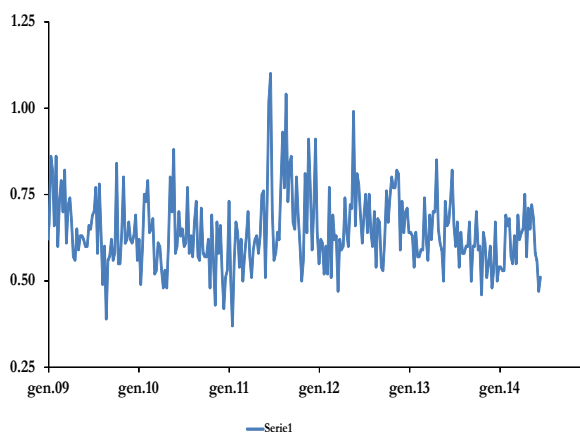


La volatilità è sembra vicina ai minimi. Gli investitori sono convinti che le banche centrali hanno la situazione di economie e mercati finanziari sotto controllo.

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 degli investitori ribassisti sulla borsa americana è tornato a scendere, come pure il rapporto put/call.

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.

