



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. 11 – Novembre 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)	consolidamento	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)	in riduzione	
Bear ratio	ai minimi	

Strategia d'investimento

La congiuntura europea si sta stabilizzando, ma difficilmente ritornerà a crescere in modo da creare posti di lavoro e innescare una solida ripresa economica. Aiutano i flussi di capitale in entrata sugli attivi europei che aumentano la fiducia. Gli indici precursori dell'attività economica statunitense sono generalmente ben intonati e lasciano presagire una riaccelerazione della congiuntura. Importante sarà monitorare l'impatto sulla crescita economica del tapering della Fed che fatalmente avverrà nei prossimi mesi.

Sui mercati obbligazionari, i rendimenti "core" sono tornati sui livelli di qualche mese fa, mentre gli spreads hanno visto un ulteriore restringimento. Riteniamo che in questo ambito non ci siano particolari occasioni di acquisto. I portafogli vanno strutturati in modo da essere abbastanza difensivi in termini di duration, ma garantendosi un flusso cedolare non trascurabile.

Il mercato azionario è caratterizzato da un sentimento bullish degli investitori ed è forse giunto, nel breve, in una fase toppish. Non vediamo nell'immediato un significativo potenziale al rialzo, ma siamo tendenzialmente acquirenti su ogni debolezza. Il rally della seconda parte dell'anno ha chiuso il gap di sottovalutazione rispetto allo storico. I mercati azionari non sono più a sconto, ma sono sicuramente più attrattivi delle obbligazioni. In questo contesto i flussi di capitali dovrebbero portare a un aumento dei multipli di valutazione oltre la media storica, ma per dare continuità e solidità al movimento rialzista in essere è necessario che le stime degli utili vengano riviste al rialzo da parte degli analisti. In altre parole che la migliorata situazione economica si traduca in cifre più alte.

Continuiamo a pensare che i trends in atto siano tracciati e per il momento non vediamo motivo per cambiare idea: le azioni sono la classe di attivo da preferire, mentre i tassi d'interesse hanno raggiunto il bottom.

Continua il "random walk" del mercato forex, che alterna fasi di forte staticità a improvvisi movimenti innescati da flussi non associabili ad eventi precisi. La mancanza di chiarezza da parte della Federal Reserve sulle tempistiche di "tapering" rappresenta il maggior ostacolo nel distinguere gli scenari di medio periodo. Sui portafogli denominati in euro manteniamo una quota importante in USD, continuiamo a sostenere che la divergenza nelle scelte di politica monetaria della Federal Reserve rispetto a quelle delle principali banche centrali nel medio termine porterà ad un apprezzamento del dollaro americano. Sul fronte delle divise emergenti manteniamo una quota strutturale suddivisa tra Turchia e Sud-Africa.



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 = 😞

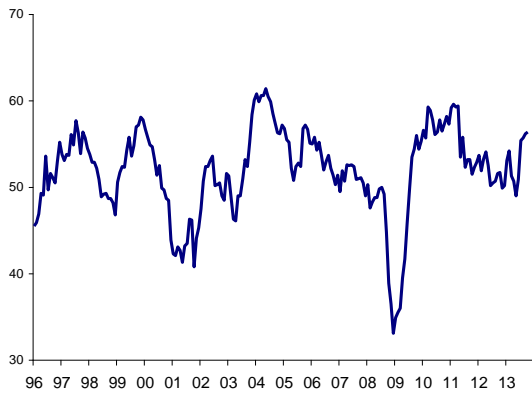
- fortemente sottoponderare = 😞😞

Cambiamento rispetto alla situazione precedente : ⬆️ ➔ ⬇️



Primo indicatore: la congiuntura

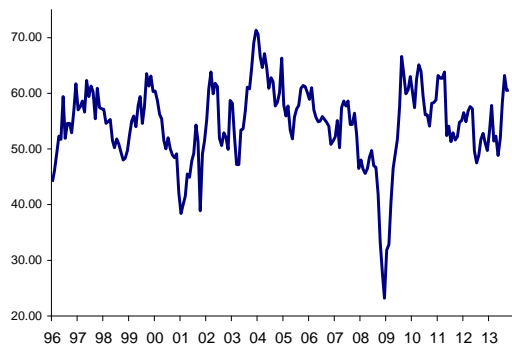
USA: ISM Index



Fonte: Bloomberg

L'indice ISM (inchiesta sulle prospettive economiche effettuata tra i direttori agli acquisti statunitensi) è salito leggermente e ha raggiunto la ragguardevole quota di 56.4. È il quinto mese di espansione consecutiva dell'attività industriale e depone a favore di un 4° trimestre di ottima congiuntura. In generale i partecipanti all'inchiesta non hanno registrato grossi danni dalla chiusura di parte delle attività governative.

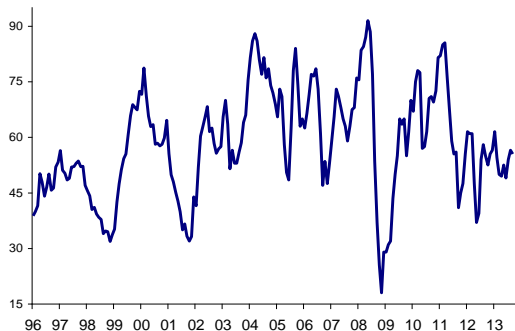
USA: ISM Index – Componente nuovi ordini



Fonte: Bloomberg

La componente nuovi ordini è risultata ancora forte, sui livelli del mese precedente sopra quota 60. Con l'indice produzione anch'esso sopra 60, anche se in moderata discesa, siamo costruttivi sull'andamento dell'economia statunitense nell'ultimo trimestre dell'anno. Unico neo, l'aumento delle scorte confermato anche dal data preliminare sul PIL del 3° trimestre che potrebbe giocare a sfavore del ritmo di crescita nei prossimi mesi.

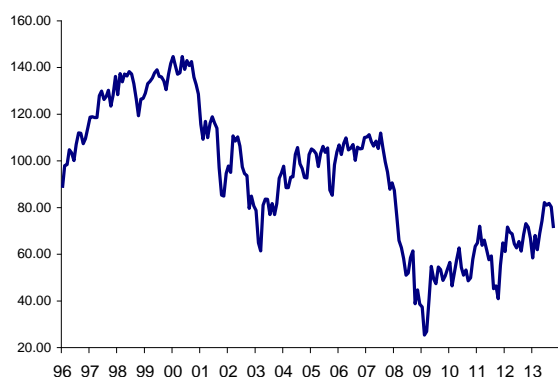
USA: ISM Index - Componente prezzi



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, oltre le stime degli economisti. Il dato è risultato il più debole degli ultimi 6 mesi. Sicuramente la chiusura di parte delle attività governative e le incertezze sulla politica fiscale hanno avuto un peso nel risultato. Crediamo che le variabili più sensibili per il consumo: il valore crescente degli immobili e la diminuzione della disoccupazione parlano a favore di un discreto incremento del consumo privato.

Eurolandia: PMI Index



Fonte: Bloomberg

Un altro dato interessante del PMI della zona euro, in salita a 51.2 che conferma la stabilizzazione dell'economia europea. Per trasformare la crescita economica in una vera ripresa è necessario vedere la disoccupazione iniziare a scendere.

Prospettive sulla crescita economica

La congiuntura europea si sta stabilizzando, ma difficilmente ritornerà a crescere in modo da creare posti di lavoro e innescare una solida ripresa economica. Aiutano i flussi di capitale in entrata sugli attivi europei che aumentano la fiducia.

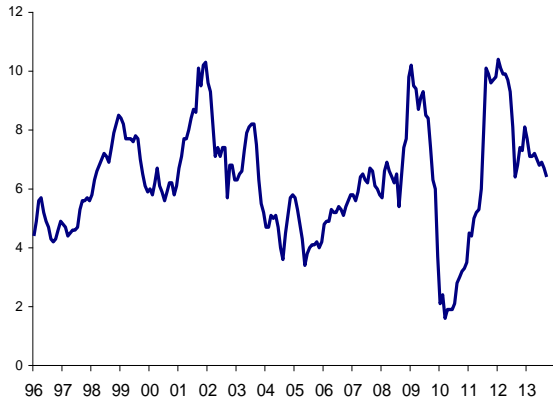
Gli indici precursori dell'attività economica statunitense sono generalmente ben intonati e lasciano presagire una riaccelerazione della congiuntura. Importante sarà monitorare l'impatto sulla crescita economica del tapering della Fed che fatalmente avverrà nei prossimi mesi.

I dati economici cinesi continuano a sorprendere in positivo. Il tasso d'interesse interbancario è sceso di oltre un punto dal recente massimo, scongiurando un evento simile a quello capitato in giugno che aveva innescato dubbi sulla congiuntura e la tendenza ribassistica sulla borsa. La banca centrale ha ricominciato a dare liquidità al mercato, altro segno importante che ha fatto tesoro della lezione data/subita a giugno. La politica monetaria cinese rimarrà leggermente restrittiva, anche a causa del surriscaldamento del mercato immobiliare e dell'eccessiva concessione di credito. L'attesa comunque è tutta focalizzata sul plenum annuale del partito comunista cinese. Ci aspettiamo l'introduzione di nuove riforme a sostegno del nuovo corso del governo cinese. Come sempre le misure non saranno eclatanti, ma segneranno il passo verso maggiore libertà di mercato e liberalizzazione dei mercati finanziari.

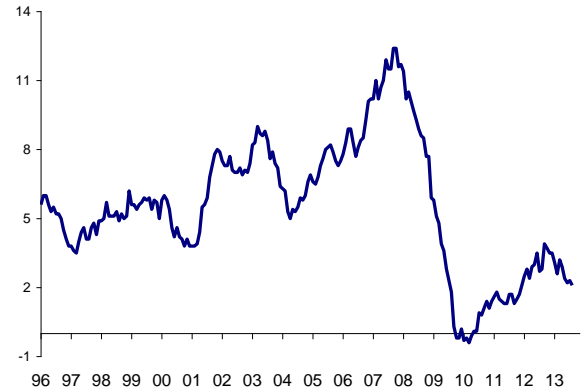
Secondo indicatore: condizioni monetarie

A) Massa monetaria

USA: M2 (crescita annuale)



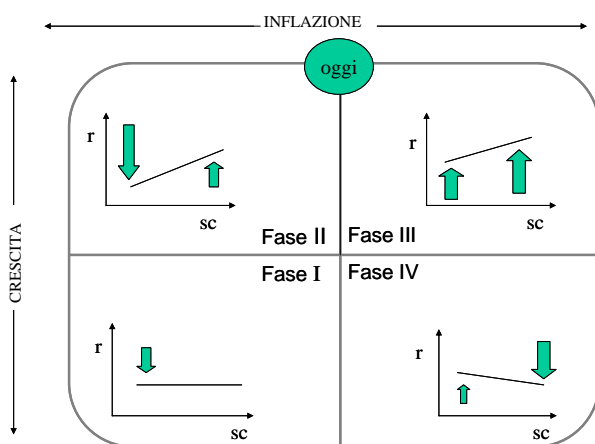
Eurolandia: ECB M3 (crescita annuale)



Fonte: Bloomberg

I meccanismi di trasmissione monetaria continuano a non funzionare e la politica monetaria espansiva della Bce non si tramuta in una significativa crescita della massa monetaria europea M3. I prestiti alle società e alle economie domestiche della zona euro sono scesi in agosto e impediscono alla ripresa economica di manifestarsi.

B) Scenario economico e Yield curve

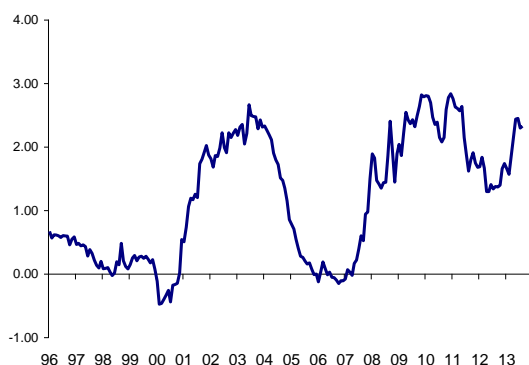


Il grande spauracchio dell'inflazione è ancora da venire. Il presidente della Bce ha spiegato il taglio dei tassi di riferimento a livelli minimi, con la paura che la debole inflazione finisca per danneggiare l'ancora titubante economia europea. La deflazione rimane ancora il pericolo maggiore e le politiche monetarie delle principali banche centrali saranno ancora nel prossimo futuro decisamente espansioniste.

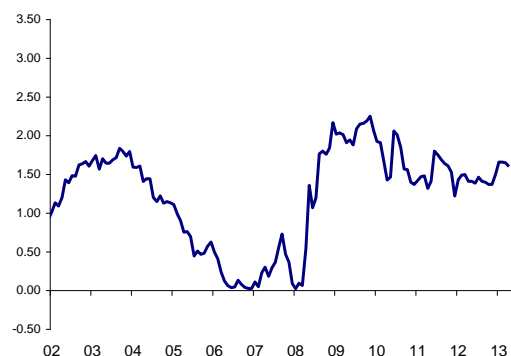
Utilizziamo quest'indicatore, in quanto esiste una chiara relazione tra lo scenario economico, espresso in crescita congiunturale e inflazione, con l'inclinazione della yield curve e l'andamento del mercato azionario. In questo contesto, la yield curve è definita come la differenza tra i rendimenti delle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

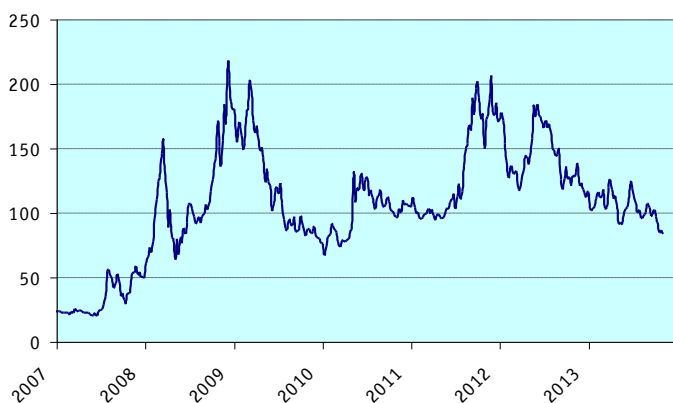


Fonte: Bloomberg

La decisione della Fed di allontanare l'inizio del tapering ha sicuramente contribuito a migliorare il mood dei mercati obbligazionari. I rendimenti "core" sono tornati su livelli di qualche mese fa, mentre gli spreads hanno visto un ulteriore restringimento. Riteniamo che in questo ambito non ci siano particolari occasioni di acquisto. I portafogli vanno strutturati in modo da essere abbastanza difensivi in termini di duration, ma garantendosi un flusso cedolare non trascurabile.

C) Obbligazioni: corporate spread

Credit spread obbligazioni corporate in EUR



Il differenziale di rendimento fra le obbligazioni AAA e BBB ha rotto il 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

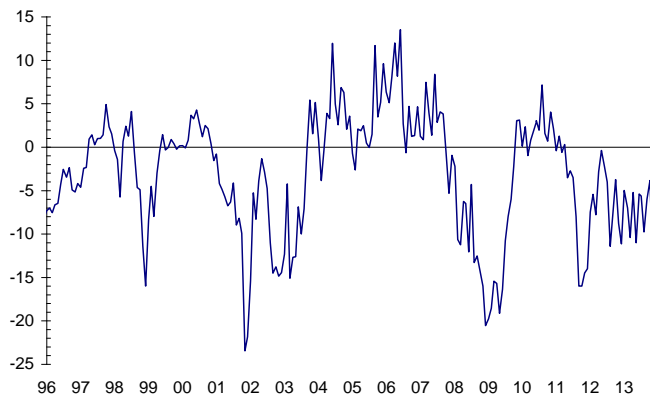
Il rally della seconda parte dell'anno ha chiuso il gap di sottovalutazione rispetto allo storico. I mercati azionari non sono più a sconto, ma sono sicuramente più attrattivi delle obbligazioni. In questo contesto i flussi di capitale dovrebbero portare a un aumento dei multipli di valutazione oltre la media storica, ma per dare continuità e solidità al movimento rialzista in essere è necessario che le stime degli utili vengano riviste al rialzo da parte degli analisti. In altre parole che la migliorata situazione economica si traduca in cifre più alte.

Quarto indicatore: la dinamica degli utili (EPS Momentum)

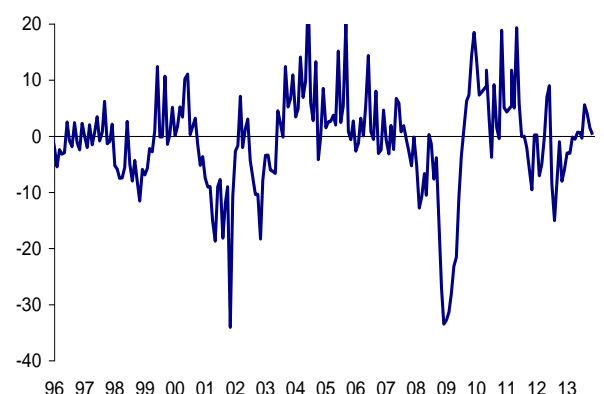
In Europa, EPS momentum è tornato ancora a scendere, segno che i risultati delle trimestrali e le prospettive future non danno garanzie di un aumento delle stime degli utili. Si mantiene in territorio positivo l'EPS momentum degli Stati Uniti, dove le trimestrali sono risultate ottime e le prospettive discrete.

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

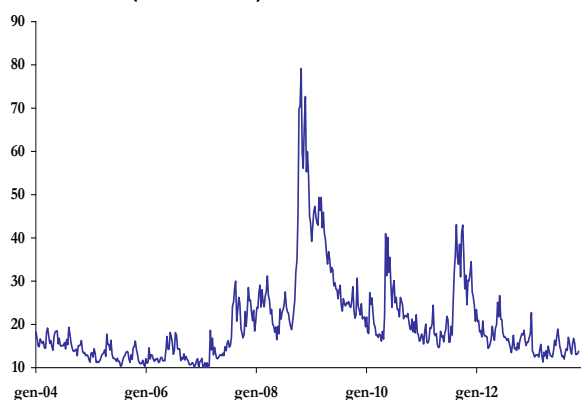


Fonte: Nomura



Quinto indicatore: il sentimento

Indice VIX (volatilità) sul CBOE

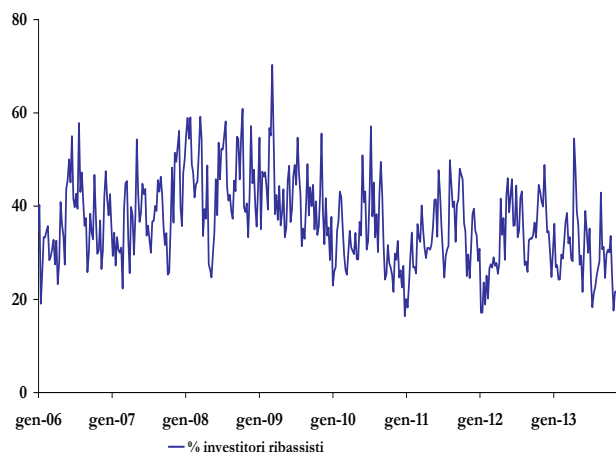
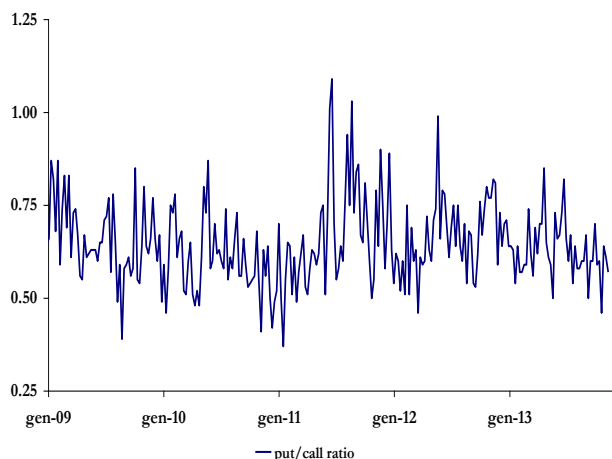


Fonte: Bloomberg

La volatilità ha smesso di salire ed è ritornata sui minimi di periodo. L'accordo sul budget e sul tetto del debito ha ridato tranquillità agli investitori. Anche se il problema è stato sostanzialmente rinviato di pochi mesi.

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 che prevedono una discesa del mercato nei prossimi 6 mesi è scesa al minimo degli ultimi anni. Solitamente questi livelli sono compatibili con un movimento di consolidamento sulla borsa.

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 precludere 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.

