



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. 10 – Ottobre 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 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	in rialzo	
Valutazione azioni	Neutrale	
P/E	neutrale	
Earnings yield gap	sottovalutato	
Dinamica degli utili	Positiva negli USA	in miglioramento
EPS momentum		
Sentimento	Neutro	
Indice VIX (volatilità)	in aumento da bassi livelli	
Bear ratio	neutro	

Strategia d'investimento

Il newflow sull'economia mondiale continua ad essere positivo e alcuni economisti iniziano ad aumentare le stime sul PIL americano e anche sul prossimo trimestre in Cina. Quando la congiuntura appariva in accelerazione, due potenti negativi hanno fatto di recente apparizione. La chiusura progressiva degli uffici pubblici negli Stati Uniti, a causa del mancato accordo sul bilancio e la prossima scadenza sull'aumento del tetto sul debito pubblico. La polarizzazione dello scontro politico rende difficile un accordo tra repubblicani e democratici. Secondo le prime stime fornite dai brokers, il danno al PIL è quantificabile in 0.10-0.15% per ogni settimana di chiusura. La maggioranza degli investitori si aspetta una soluzione entro settimana prossima, ma al momento non c'è traccia di accordo.

Di fronte alle incertezze, come sempre, i mercati finanziari hanno reagito nervosamente. I rendimenti delle obbligazioni governative sono scesi, mentre le borse hanno continuato la fase di consolidamento. Continuiamo a pensare che i trends sono tracciati e per il momento non vediamo motivo per cambiare idea. Le azioni sono l'attivo da preferire, mentre la tendenza dei tassi d'interesse è intatta al rialzo. Accumulare su debolezza. Da preferire le azioni della zona euro.

Approfitteremo di questo rimbalzo dei mercati per ridurre ulteriormente la duration dei portafogli, privilegiando comunque temi specifici corporate o governativi ai mercati core. I rendimenti sulla parte lunga della curva mostrano, nonostante il recente movimento, rendimenti assolutamente poco attraenti per investitori di lungo periodo. Dovremo abituarci ad uno scenario sempre più complesso, dove anche il giusto timing potrà fare la differenza tra una buona performance e una mediocre. Sul fronte dei mercati periferici i flussi in entrata spingono i differenziali verso il basso, creando a nostro avviso spazi per ulteriori apprezzamenti dei debiti dei paesi periferici, soprattutto sulle parti lunghe delle curve. La carta corporate, in particolare quella in dollari emerging, rappresenta un'opportunità di investimento interessante. Sul mercato high yield preferiamo un approccio prudente, soprattutto su scadenze lunghe.

Il mancato "tapering" della Fed a settembre ha innescato un nuovo picco di volatilità sul mercato dei cambi, penalizzando ancora una volta le divise emergenti e il dollaro americano. Da segnalare la performance particolarmente negativa della corona norvegese, la cui, a nostro avviso temporanea svalutazione offre un'interessante occasione di ingresso. Sul fronte delle divise emergenti abbiamo incrementato l'esposizione in Rand Sud-Africano. Le ragioni interne che hanno pesato sulla performance delle moneta negli ultimi mesi sono rientrate o sono in via di risoluzione (scioperi dei lavoratori del settore minerario), i dati macro-economici sono in miglioramento e il posizionamento del mercato è ancora short.



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

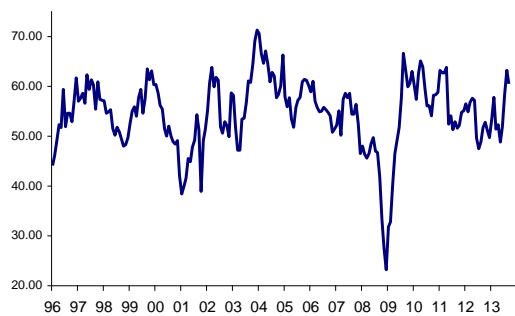
USA: ISM Index



Fonte: Bloomberg

L'indice ISM (inchiesta sulle prospettive economiche effettuata tra i direttori agli acquisti statunitensi) continua a sorprendere in positivo e si attesta a 56.2, il valore più alto dell'anno. La componente nuovi ordini è scesa, mentre hanno collaborato all'incremento dell'indice generale la componente occupazione e produzione. In generale i partecipanti all'inchiesta si sono detti ottimisti sull'andamento futuro della domanda.

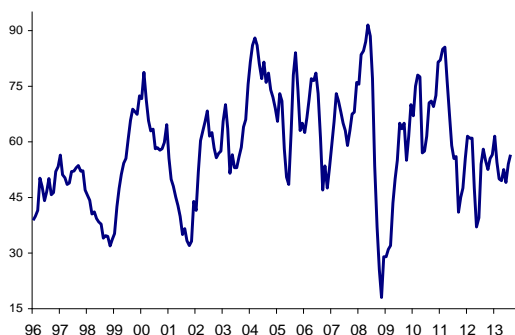
USA: ISM Index – Componente nuovi ordini



Fonte: Bloomberg

La componente nuovi ordini è scesa, dopo una salita di oltre 11 punti nei 2 mesi precedenti, ma si mantiene a un livello elevato (60.5). Questo dato conferma che la congiuntura americana è in miglioramento.

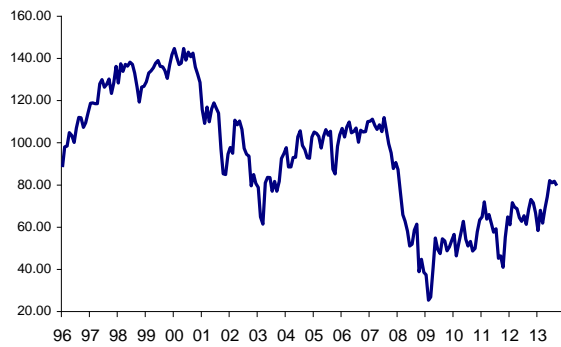
USA: ISM Index - Componente prezzi



Fonte: Bloomberg

La componente prezzi è salita. Ma non rappresenta a questi livelli un problema per i costi delle aziende. In aggiunta, recentemente le quotazioni del petrolio sono scese.

USA: Fiducia del consumatore



Fonte: Bloomberg

La fiducia del consumatore statunitense è scesa, dopo il recente rally. Le condizioni quadro sono solide (prezzo degli immobili e discesa della disoccupazione), ma dagli attuali livelli un ulteriore miglioramento dell'occupazione e delle retribuzioni salariali diventa sempre più difficile. Crediamo che l'indice non ha molto potenziale di crescita, ma siamo convinti che il consumo privato resterà su ottimi livelli. Forte l'incognita della chiusura degli uffici pubblici e il problema del tetto del debito.

Eurolandia: PMI Index



Fonte: Bloomberg

La stabilizzazione della congiuntura europea è confermata dai nuovi dati sui PMI. Nel terzo trimestre il dato è sempre stato sopra 50, lo spartiacque tra espansione e contrazione dell'attività manifatturiera. Anche il PMI servizi fa prevedere un dato sul PIL leggermente positivo per il 3° semestre dell'anno.

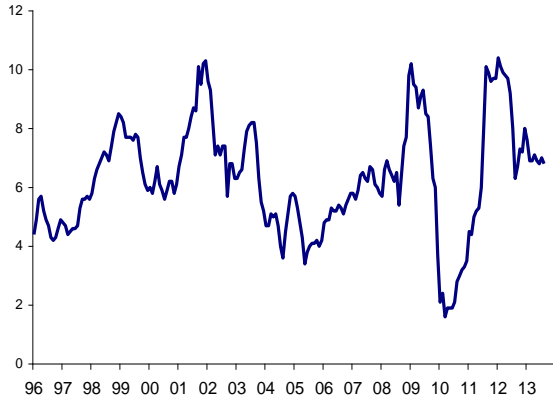
Prospettive sulla crescita economica

Il newflow sull'economia mondiale continua ad essere positivo e alcuni economisti iniziano ad aumentare le stime sul PIL americano e anche sul prossimo trimestre in Cina. Quando la congiuntura appariva in accelerazione, due potenti negativi hanno fatto di recente apparizione. La chiusura progressiva degli uffici pubblici negli Stati Uniti, a causa del mancato accordo sul bilancio e la prossima scadenza sull'aumento del tetto sul debito pubblico. Nel primo caso, la polarizzazione dello scontro politico anche negli Stati Uniti rende difficile un accordo tra repubblicani e democratici. Secondo le prime stime fornite dai brokers, il danno al PIL è quantificabile in 0.10-0.15% per ogni settimana di chiusura. La maggioranza degli investitori si aspettano una soluzione entro settimana prossima, ma al momento non c'è traccia di accordo. Sul tetto del debito la battaglia è ancora più importante, in quanto potrebbe causare entro fine inizio novembre il default del paese, con conseguenze inimmaginabili. Nei due casi si spera che il buon senso abbia ragione delle liti tra partiti.

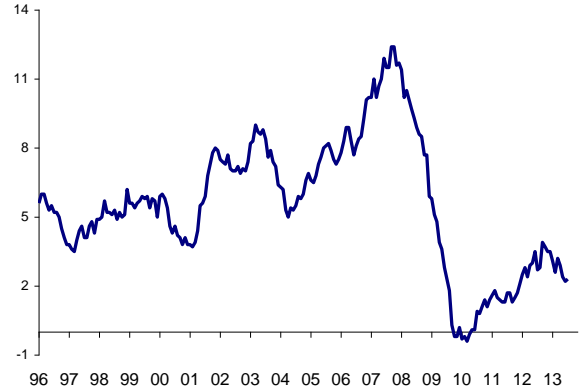
Secondo indicatore: condizioni monetarie

A) Massa monetaria

USA: M2 (crescita annuale)



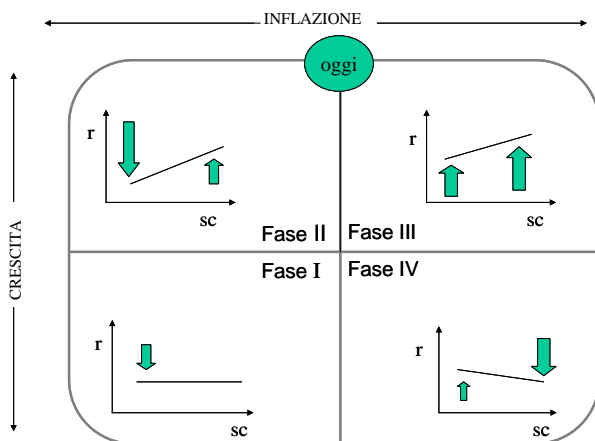
Eurolandia: ECB M3 (crescita annuale)



Fonte: Bloomberg

La crescita della massa monetaria europea continua su ritmi blandi, minori di un anno orsono. Sfortunatamente l'aumento del credito è l'anello debole del meccanismo di trasmissione monetario, di poco aiuto alla crescita economica.

B) Scenario economico e Yield curve

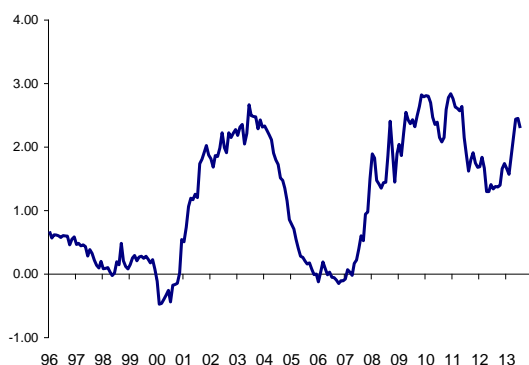


L'inflazione continua a non manifestarsi ed è in discesa negli ultimi mesi negli Stati Uniti ed Europa. Non crediamo che ci siano i presupposti a breve per vedere l'inflazione impennarsi, vista la grande disponibilità di lavoro e malgrado le banche centrali continuino nelle loro politiche monetarie espansive.

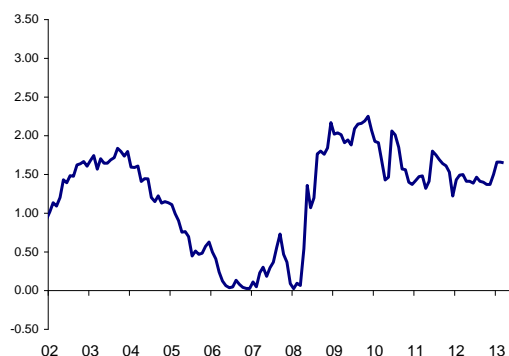
Utilizziamo quest'indicatore, in quanto esiste una chiara relazione tra lo scenario economico, espresso in crescita congiunturale e inflazione, con l'inclinazione della yield curve e l'andamento del mercato azionario. In questo contesto, la yield curve è definita come la differenza tra i rendimenti delle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

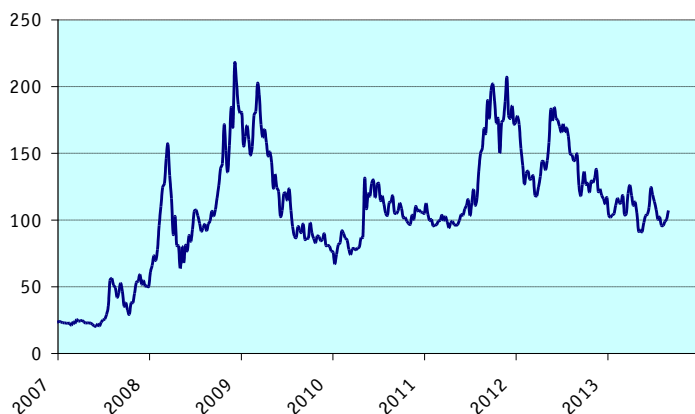


Fonte: Bloomberg

E' continuata anche nel mese di settembre la grande volatilità dei mercati obbligazionari iniziata a maggio quando Bernanke ha lasciato presagire l'inizio del "tapering" da parte della Federal Reserve. Nell'ultimo meeting Fed, Bernanke ha sorpreso i mercati posticipando a data da definire l'inizio di questo provvedimento di stretta monetaria. Mercati sull'ottovolante. I rendimenti sui mercati obbligazionari core sono scesi in modo significativo dai massimi posizionandosi adesso sui livelli rispettivamente del 2.60% quelli americani e del 1.80% quelli tedeschi per le scadenze a 10 anni. Più contenuta la ripresa dei mercati emergenti, sia corporate che governativi, che erano stati a maggio l'epicentro del grande sell-off.

C) Obbligazioni: corporate spread

Credit spread obbligazioni corporate in EUR



Il differenziale di rendimento fra le obbligazioni AAA e BBB continua ad oscillare attorno al livello di 100. Riteniamo questo livello abbastanza corretto. Solo su rialzi incrementeremmo l'esposizione in obbligazioni BBB.

Fonte: Bloomberg

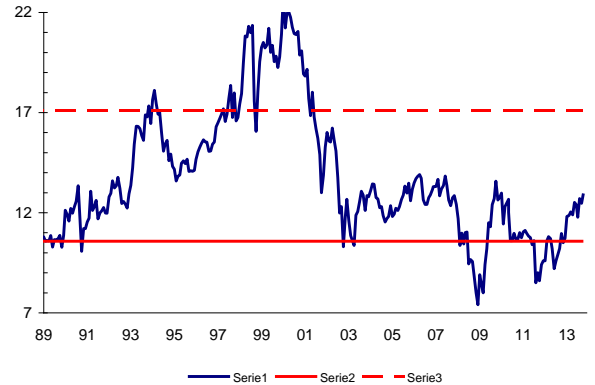


Terzo indicatore: la valutazione dei mercati azionari

USA: P/E prospettico 12 mesi



Europa: P/E prospettico 12 mesi



Fonte: Nomura/Bloombera

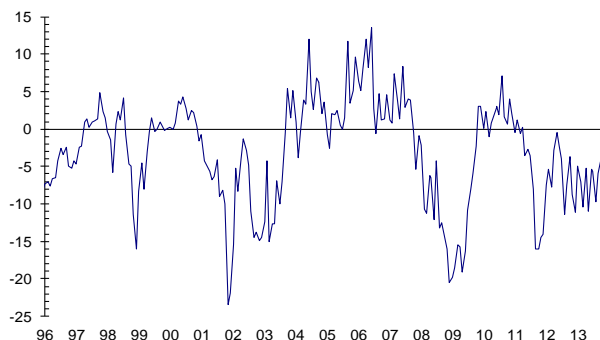
I multipli di valutazione sono rimasti sui livelli del mese precedente negli Stati Uniti, ma cresciuti in Europa. Questo andamento è testimone dell'interesse degli investitori internazionali per i mercati del Vecchio continente, alla luce della stabilizzazione dell'economia e della ritrovata fiducia nelle società europee. Lo spazio di dilatazione dei P/E non è marcato. Come si nota sul grafico a destra il multiplo è relativamente vicino ai massimi degli ultimi 10 anni. A questi livelli, gli investitori sono convinti di un aumento delle stime degli utili per l'anno prossimo.

Quarto indicatore: la dinamica degli utili (EPS Momentum)

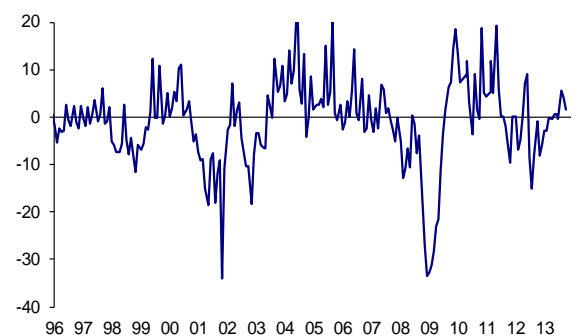
In Europa, il numero nelle revisioni delle stime degli utili è ancora in territorio negativo, ma punta decisamente verso l'alto. Se questo andamento dovesse continuare, gli investitori acquisirebbero ancora più fiducia nei titoli delle aziende europee. Con la stabilizzazione della congiuntura europea e con la discreta crescita economica degli Stati Uniti ci sono possibilità che questo avvenga.

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

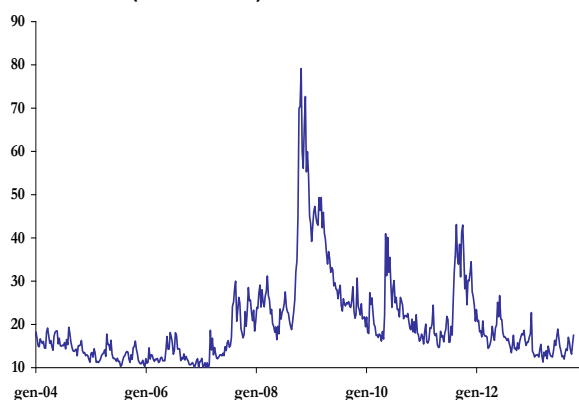


Fonte: Nomura



Quinto indicatore: il sentimento

Indice VIX (volatilità) sul CBOE

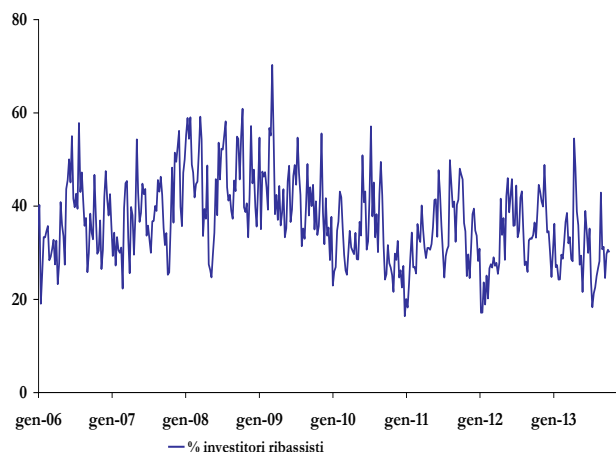
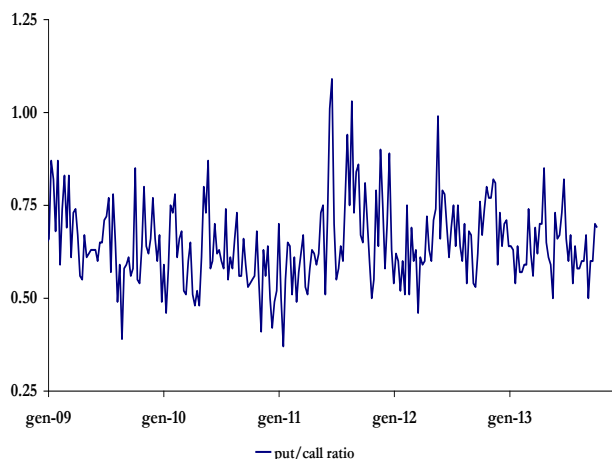


Fonte: Bloomberg

La volatilità continua a salire discretamente, segno che gli investitori iniziano a preoccuparsi per le incognite politiche e il livello di valutazione raggiunto dal mercato azionario americano.

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 put/call ratio inizia a salire. Gli investitori sentono l'esigenza di coprire almeno parte dei loro investimenti.

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.

