



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

### Strategia d'investimento

La discesa dei corsi sulle borse e sulle materie prime, nonché l'apprezzamento delle obbligazioni governative a lungo ci hanno indicato negli scorsi mesi che gli investitori erano convinti di un marcato rallentamento della congiuntura europea e mondiale. Nelle ultime settimane questa convinzione si è rafforzata e ha causato un intensificarsi dei trend, soprattutto sui settori azionari esposti al ciclo economico e sulle materie prime (petrolio su tutte).

Una parte del mercato azionario sta scontando un arresto della crescita degli utili che ultimamente avevano goduto di revisioni al rialzo e una recessione economica. Ricordiamo che in Europa gli analisti non hanno ancora inglobato la crescita degli utili, derivata dalla forza del dollaro americano che almeno in parte controbilancia gli effetti dell'indebolimento della congiuntura. Con la mancanza di alternative e i multipli di valutazione alti, non eccessivi rispetto allo storico, crediamo si possa iniziare ad accumulare temi e singole azioni consigliate. Resta di base l'idea che questo consolidamento non sia un'inversione del trend rialzista sulle borse. Preferenza per i mercati emergenti e l'Europa rispetto al Nord America.

I dati macroeconomici evidenziano in Europa una preoccupante fase di ristagno dell'economia abbinata ad una continua discesa dell'inflazione. In questo contesto, vedere il rendimento del Bund scendere abbondantemente sotto la soglia dell'1% non sorprende. L'enorme liquidità presente sui mercati finanziari favorisce la comunque ottima tenuta della carta obbligazionaria di qualità inferiore, seppur con spread in lieve allargamento. L'unica parte di mercato che ha risentito in modo importante della minore propensione al rischio degli investitori, è quella delle obbligazioni subordinate bancarie e assicurative che nell'ultimo mese sono scese di alcune figure, in attesa dei prossimi risultati degli stress test.

La nostra visione di medio termine continua a essere positiva nei confronti del dollaro americano soprattutto nei confronti dell'Euro, e se nel breve potremmo assistere a dei rimbalzi tecnici figli di prese di profitto, nel medio termine individuiamo l'area 1.22 come primo target del movimento. Benché al di fuori delle dinamiche legate al biglietto verde, è interessante considerare il movimento del cross dollaro australiano/neozelandese, che dopo aver interrotto il trend ribassista del 2013 sembra voler tornare verso i livelli di equilibrio di lungo periodo, supportato dai fondamentali neozelandesi in forte deterioramento e da una price action più costruttiva. Individuiamo l'area 1.1700 come target finale del movimento in essere.



# 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 scesa dai massimi del mese scorso, ma rimane in assoluto su livelli elevati. L'indice generale conferma l'ottimo momento della congiuntura statunitense, anche se dobbiamo monitorare lo sviluppo del rallentamento congiunturale e la forza del dollaro che potrebbero incidere sulle esportazioni.

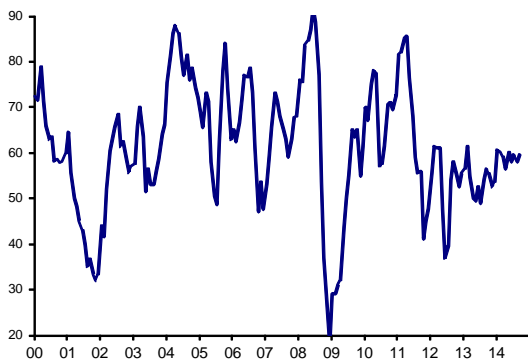
### USA: ISM Index – Componente nuovi ordini



Fonte: Bloomberg

La componente nuovi ordini è anch'essa scesa da livelli massimi e di conseguenza non impensierisce. Addirittura una conferma su questi valori nei prossimi mesi sarebbe consistente con una robusta crescita dell'attività manifatturiera.

### USA: ISM Index - Componente prezzi



Fonte: Bloomberg

La componente prezzi è una delle ultime preoccupazioni delle aziende. Le quotazioni delle materie prime sono al ribasso e non sussiste una pressione al rialzo della più importante componente per l'inflazione: i salari.

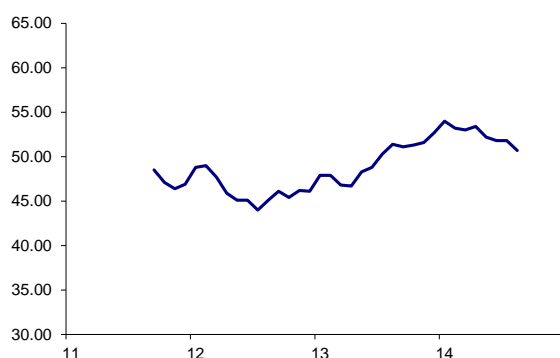
## USA: Fiducia del consumatore



Fonte: Bloomberg

La fiducia del consumatore, come altri indicatori precursori è scesa da livelli importanti. La nostra interpretazione è quella di un consolidamento all'interno di un movimento positivo, supportato da un crescente livello di occupazione e da una ricchezza che è salita negli ultimi anni. Il consumo privato darà nei prossimi mesi il suo contributo alla crescita dell'economia americana.

## Eurolandia: PMI Index



Fonte: Bloomberg

Le aziende della zona euro hanno tagliato i loro prezzi di vendita in settembre. Il livello del PMI indica una stagnazione in Europa. La debolezza dalla periferia ha raggiunto anche i paesi core dell'Unione, dopo un'estate contraddistinta da turbolenze geopolitiche e un generale raffreddamento della congiuntura mondiale.

## Prospettive sulla crescita economica

Il quadro globale non è sostanzialmente cambiato rispetto al mese precedente, con delle dinamiche che appaiono migliori in America e Asia che in Europa. In generale, le banche centrali sembrano essere d'accordo nel mantenere i tassi d'interesse su livelli estremamente bassi, almeno finché non emergeranno i primi segnali di inflazione.

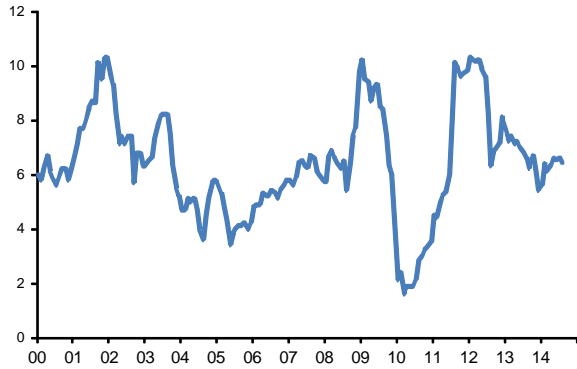
In USA continua la forza del mercato del lavoro, con una creazione di posti di lavoro mensili che supera i 200'000 di medi nell'ultimo anno. Resta il nodo dei salari che non crescono più di tanto e non permettono al consumo statunitense di svilupparsi come nelle ultime riprese economiche. Comunque il problema è ben noto alla Fed e agli addetti al lavoro. Grazie ai forti dati macro del secondo semestre dell'anno, stimiamo per gli Stati Uniti la crescita anno-su-anno 2014 oltre il 2%, mentre la crescita nel 2015 oltre il 3%. Per il momento, comunque, l'economia necessita ancora di un sostegno da parte della Fed, anche se aumentano i segnali di autosostentamento della stessa.

Per i mercati emergenti, ci attendiamo una crescita media in rallentamento, ma ancora sostenuta se raffrontata ai paesi sviluppati. In particolare, si sta creando un clima favorevole nei confronti della Cina sostenuto dagli sforzi delle istituzioni volti ad aumentare la credibilità del sistema paese.

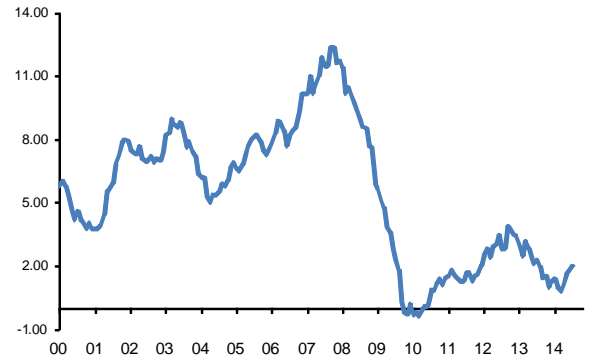
## Secondo indicatore: condizioni monetarie

### A) Massa monetaria

USA: M2 (crescita annuale)



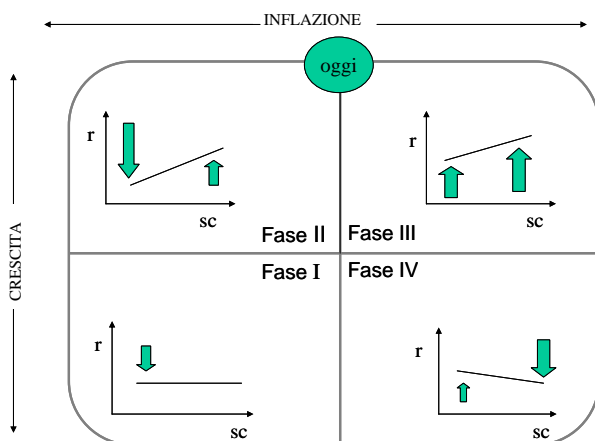
Eurolandia: ECB M3 (crescita annuale)



Fonte: Bloomberg

Il tasso di crescita della massa monetaria M3 europea da segni di vita, ma rimane comunque a bassi livelli.

### B) Scenario economico e Yield curve

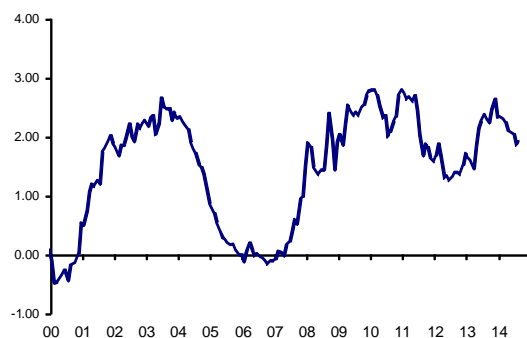


L'andamento dell'inflazione in Europa preoccupa gli investitori. Le misure adottate dalle Bce nel corso dell'ultimo meeting hanno tranquillizzato solo in parte il mercato che teme ancora la spirale deflazionista. Le incertezze sui dettagli della manovra della Bce hanno subito allarmato i mercati finanziari.

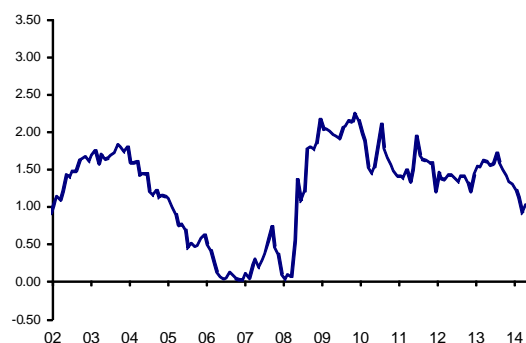
Utilizziamo quest'indicatore, in quanto esiste una chiara relazione tra lo scenario economico, espresso in crescita congiunturale e inflazione, con l'inclinazione della yield curve e l'andamento del mercato azionario. In questo contesto, la yield curve è definita come la differenza tra i rendimenti delle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

Il differenziale in euro negli ultimi mesi ha realizzato un importante movimento verso il basso grazie al movimento ribassista del decennale. A nostro avviso il livello attuale attorno a 100 (sui tassi swap) rappresenta un livello di equilibrio. Sul dollaro il livello di steepening rimane molto elevato, pur se in contrazione. Consigliamo di giocare un ulteriore appiattimento della curva nei mesi a venire.

### C) Obbligazioni: corporate spread

#### Credit spread obbligazioni corporate

L'enorme liquidità presente sui mercati garantita dalle banche centrali favorisce la comunque ottima tenuta della carta obbligazionaria di qualità inferiore, seppur con spread in lieve allargamento. L'unica parte di mercato che ha risentito in modo importante della minore propensione al rischio degli investitori, è quella delle obbligazioni subordinate bancarie e assicurative che nell'ultimo mese sono scese di alcune figure, in attesa dei prossimi risultati degli stress test.

## Terzo indicatore: la valutazione dei mercati azionari

USA: P/E prospettico 12 mesi



Europa: P/E prospettico 12 mesi



Fonte: Nomura/Bloomberg

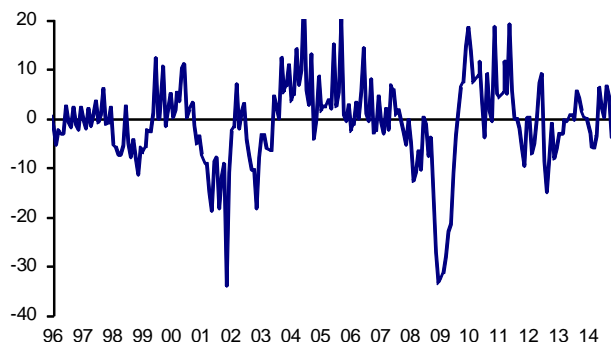
I multipli di valutazione dei mercati azionari sono scesi nell'ultimo mese. In queste proporzioni non si vedeva da mesi. All'origine il consolidamento degli indici azionari e il leggero aumento delle stime degli utili.

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

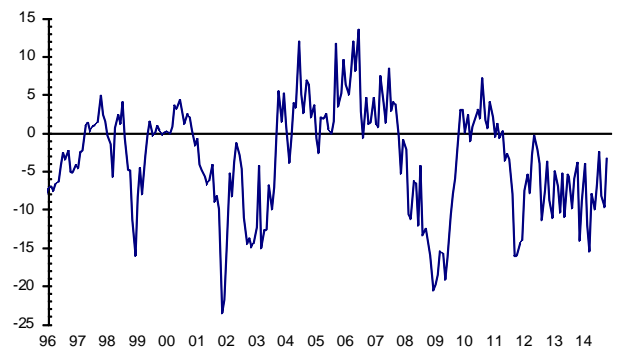
Il numero di revisioni degli utili è caduto in negativo anche sul mercato americano. Comunque le stime in assoluto stanno salendo anche in Europa da fine agosto, grazie alla forza del dollaro statunitense. A volte succede per questioni statistiche. Le stime per il 2015 sono comunque eccessive e dovranno essere tagliate soprattutto se il rallentamento della congiuntura mondiale durerà nel tempo.

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



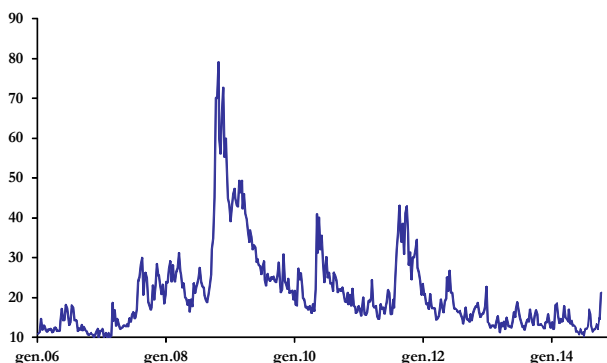
Fonte: Nomura





## Quinto indicatore: il sentimento

### Indice VIX (volatilità) sul CBOE

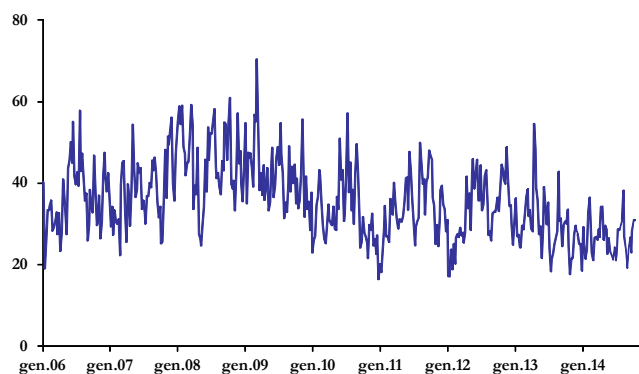
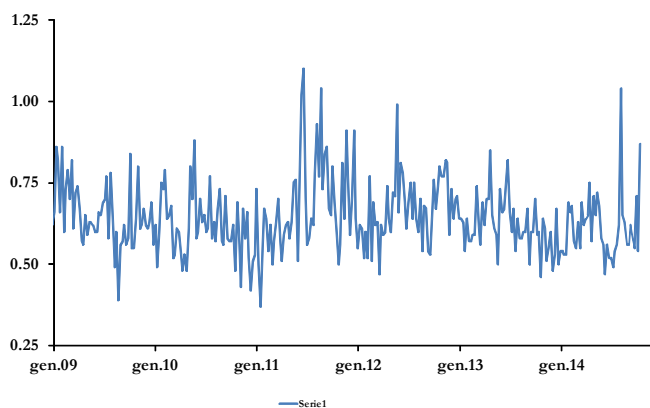


La volatilità si è mossa al rialzo dai minimi degli ultimi anni e inizia a scontare un periodo più difficile sulla borsa americana.

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 salire, come pure la necessità di coprire i portafogli tramite opzioni put.

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.