



BANCA DEL SEMPIONE
SIMPLON BANK
BANQUE DU SIMPLON

Banca del Sempione
dal 1960 il vostro ponte verso il Private Banking

STRATEGIA D'INVESTIMENTO

- Indicatori dell'Asset Allocation
- Strategia d'investimento
(asset classes, valute, duration obbligazionarie)

Copyright immagini: Alfa Romeo Automobilità Storico, Centro Documentazione (Arese, Milano)



STRATEGIA D'INVESTIMENTO

Indicatori dell'asset allocation

Indicatore	Situazione attuale	Aspettative tra 3 mesi	Influsso su bonds	Influsso su azioni
Congiuntura	Ripresa	Crescita moderata		
ISM index (USA)	consolidamento	consolidamento	-	+
Consumer confidence (USA)	al ribasso	in ripresa		
PMI index (Euroland)	in ripresa	consolidamento		
Condizioni monetarie	Neutrali	Favorevoli		
Liquidità (M2/M3)	trend negativo in EU		=	=
Yield curve	regolare/flattening	flattening		
Corporate spread	in aumento	in crescita		
Valutazione azioni	Corretta			
P/E	legg. sottovalutato		=	=
Earnings yield gap	sottovalutato			
Dinamica degli utili	In rallentamento	In rallentamento	+	-
EPS momentum	consolidamento	negativo		
Sentimento	Negativo			
Indice VIX (volatilità)	al ribasso		-	+
Bear ratio	al ribasso			

Strategia d'investimento

Il rallentamento economico negli Stati Uniti preoccupa sempre più gli investitori, mentre gli indici precursori europei sorprendono in positivo. Non ci sentiamo di sposare lo scenario congiunturale contraddistinto da un ritorno in recessione, l'andamento delle variabili congiunturali sono in linea con lo sviluppo classico delle riprese economiche del passato. Solitamente, dopo un anno di rimbalzo, i tassi di crescita rallentano. La creazione di posti di lavoro negli Stati Uniti è sì al di sotto delle aspettative, ma pur sempre accompagnata da un aumento del reddito disponibile. L'andamento dell'occupazione si inserisce in un percorso storico, contraddistinto dallo spostamento del fulcro della crescita economica da Occidente a Oriente, come già sperimentato durante la ripresa nei primi anni 2000.

La paura della deflazione ha portato i rendimenti obbligazionari a ridursi ulteriormente. La Fed ha annunciato di reinvestire i ricavi sui titoli legati al debito immobiliare (agenzie e MBS) in obbligazioni statali a lungo termine, allo scopo di permettere alle famiglie di rinnovare i mutui a tassi minori e liberare risorse per il consumo. La strategia obbligazionaria è incentrata sulle scadenze a breve, mentre non vediamo valore nel medio. Il lungo è da accumulare tatticamente solo su debolezza. Sul fronte delle obbligazioni corporate, abbiamo assistito a una ripresa delle quotazioni dei subordinati bancari, mentre nuovi acquisti devono essere concentrati su nomi al di fuori del finanziario, sfruttando le occasioni che ancora il mercato offre.

Luglio e il primo scorcio di agosto sono stati caratterizzati da un movimento al rialzo delle borse, sulla scia degli ottimi risultati trimestrali, con più del 70% delle società dello S&P 500 che hanno riportato al di sopra delle aspettative. Le aziende dimostrano forte redditività e anche capacità di mantenerla, ma le nubi che si addensano sull'andamento macroeconomico limitano il potenziale al rialzo delle loro quotazioni. Non crediamo che ci sia un forte rischio al ribasso ed operativamente continuiamo a lavorare su singole opportunità, senza incidere sostanzialmente sull'asset allocation.

Sui portafogli denominati in franchi svizzeri, consigliamo di sfruttare la sopravvalutazione della valuta elvetica, andando a diversificare con forza. Meno intensità della stessa sui portafogli euro e dollari. Le monete da considerare sono in primis la lira turca e il rublo. Interessante l'accumulo delle valute asiatiche (dollaro di Taiwan e Singapore e won coreano), le cui economie sono e saranno il motore della crescita economica mondiale e le cui finanze pubbliche sono in ottima salute. Un po' arrivate le corone nordiche sono da considerare su debolezza (in particolare quella norvegese, grazie a una remunerazione superiore a quella delle principali monete occidentali).



STRATEGIA D'INVESTIMENTO

Asset Classes

Asset Classes	Strategia	Cambiamento
Liquidità	😊	↑
Obbligazioni	😐	→
Azioni	😞	↓
Strumenti alternativi	😞	→

Valute

Valute	Strategia	Cambiamento
Euro	😐	↓
Dollaro USA	😐	↓
Franco svizzero	😞	↓
Altre*)	😊	↑

*) Lira turca, rublo, corona norvegese e svedese, dollaro di Singapore, Taiwan e won coreano

Duration segmento reddito fisso

Valute	Duration consigliata	Breve (<2 anni)	Medio (2-5 anni)	Lungo (>5 anni)
Euro	2.75	😊😊	😞😞	😞
<i>Cambiamento</i>		→	→	→
Dollaro USA	2.75	😊😊	😞😞	😐
<i>Cambiamento</i>		↑	→	↓
Franco svizzero	2.75	😊😊	😞😞	😞
<i>Cambiamento</i>		→	→	→

Legenda:

- fortemente sovraponderare = 😊😊

- sovraponderare = 😊

- neutrale = 😐

- sottoponderare = 😞

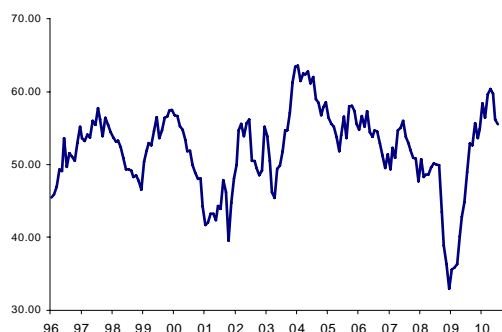
- fortemente sottoponderare = 😞😞

Cambiamento rispetto alla situazione precedente : ↑ → ↓



Primo indicatore: la congiuntura

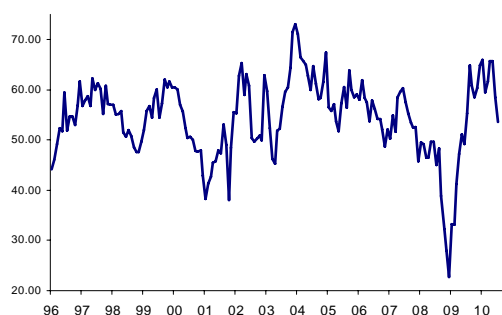
USA: ISM Index



Fonte: Bloomberg

Come anche il grafico a lato mostra, l'indice ISM (inchiesta sulle prospettive economiche effettuata tra i direttori agli acquisti statunitensi) ha passato il suo picco. La discesa dell'indice è in linea con quanto sperimentato in passato. Dopo un anno di ripresa economica, la crescita del settore manifatturiero decelera. La ricostituzione delle scorte, un fattore determinante nella fase iniziale della ripresa è a buon punto e non stimola più produzione e ordini.

USA: ISM Index – Componente nuovi ordini

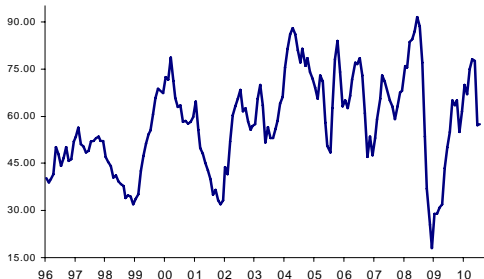


Fonte: Bloomberg

Secondo le correlazioni del passato tra l'indice generale e l'andamento economico, il valore dell'indice generale nei primi 7 mesi dell'anno corrisponde a una crescita del PIL statunitense dell'5.4%.

Con la componente scorte in salita da 45.8 a 50.2 in un solo mese, i nuovi ordini sono destinati a continuare la fase di consolidamento. Comunque questi dati non sono al momento allarmanti e confermano l'ipotesi di un rallentamento congiunturale e non di un ritorno alla recessione.

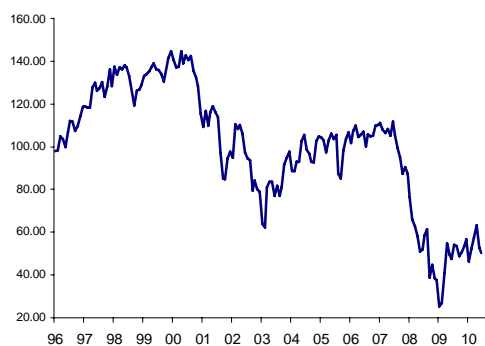
USA: ISM Index - Componente prezzi



Fonte: Bloomberg

A conferma del momento di debolezza della congiuntura, anche l'indice dei prezzi si è mantenuto sui livelli del mese precedente. Questo andamento è positivo per i margini operativi delle società, ma meno decisivo sui conti delle aziende rispetto alla possibile contrazione nei tassi di crescita della domanda.

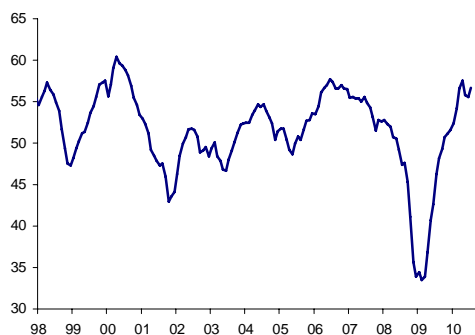
USA: Fiducia del consumatore



Fonte: Bloomberg

L'indice sulla fiducia del consumatore continua la sua discesa ed è ora sui livelli di febbraio. Il rallentamento economico e la tormentata ripresa dell'occupazione spiegano questo dato. Di conseguenza il consumo privato continuerà ad essere nel corso dell'estate improntato alla debolezza. In prospettiva, grazie alla lenta ma costante creazione di posti di lavoro e all'aumento delle retribuzioni, il consumo pur non offrendo crescite spettacolari, continuerà nel suo moderato incremento.

Eurolandia: PMI Index



Fonte: Bloomberg

Un po' a sorpresa il settore industriale europeo dimostra forza, malgrado la diminuzione del suo omologo negli Stati Uniti. Il dato di luglio comporta una riaccelerazione dell'attività nel terzo trimestre. La forza dell'indice è da ricondurre alla tonicità della Germania che si attesta a 61.2, mentre la Francia ha fatto registrare un dato al minimo degli ultimi 10 mesi. Sostanzialmente invariate Italia e Spagna. La debolezza dell'euro dovrebbe essere all'origine della sorpresa positiva. Con la ripresa del tasso di cambio euro/dollaro in atto, si dovrebbe tornare a una normalizzazione della situazione.

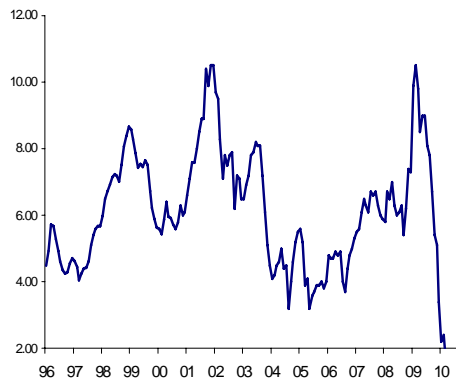
Prospettive sulla crescita economica

Il rallentamento economico negli Stati Uniti preoccupa sempre più gli investitori, mentre gli indici precursori europei sorprendono in positivo. Come anticipato nei paragrafi precedenti, l'andamento delle variabili congiunturali sono in linea con lo sviluppo storico delle riprese economiche. Dopo un anno di ripresa è logico che i tassi di crescita rallentino e si faccia strada tra gli investitori qualche timore in più. La creazione di posti di lavoro negli Stati Uniti è al di sotto delle aspettative, ma pur sempre positiva nel settore privato (al netto dell'impatto delle assunzioni temporanee per il censimento federale). Rimane questa la variabile decisiva. Pur comprendendo le paure, la crescita anemica dell'occupazione si inserisce in un percorso storico contraddistinto dallo spostamento del fulcro della crescita economica da Occidente a Oriente. In questa ottica, ci dobbiamo dimenticare le cifre del passato; già nella ripresa dei primi anni 2000 si parlava di recupero lento e anemico dell'occupazione, in presenza di dati comunque superiori a quelli attuali. In conclusione, restiamo fedeli al nostro scenario di rallentamento in contrapposizione a quello di double dip dell'economia.

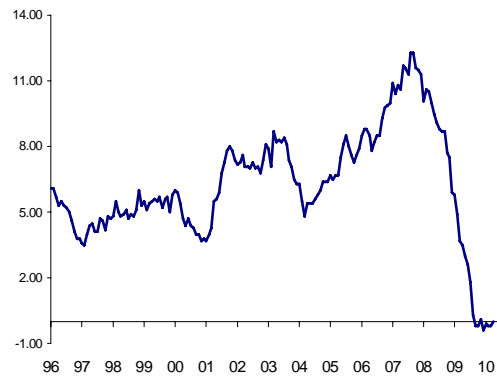
Secondo indicatore: condizioni monetarie

A) Massa monetaria

USA: M2 (crescita annuale)



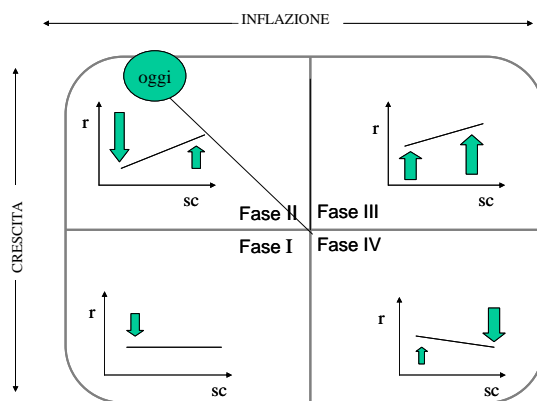
Eurolandia: ECB M3 (crescita annuale)



Fonte: Bloomberg

A giugno la massa monetaria europea M3 non si è contratta per la prima volta negli ultimi tre mesi. Comunque il trend resta debole e non esprime nessuna pressione inflazionistica. I prestiti ai privati sono caratterizzati da una posizione di rimborso netto del credito, mentre si è registrato un lieve aumento del debito ipotecario. Nel frattempo anche negli Stati Uniti, dopo la grande iniezione di liquidità nel periodo 2008/2009, la crescita della massa monetaria ha rallentato vistosamente.

B) Scenario economico e Yield curve

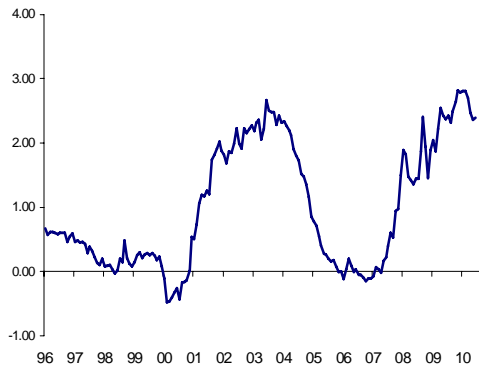


Decisamente gli investitori sono andati a scontare uno scenario di mercato rallentamento economico. Nelle loro menti aleggia lo spauracchio del ritorno in recessione che ha portato i tassi a lungo a rimanere a ridosso dei minimi. In assenza di creazione di credito, siamo convinti che l'inflazione non risulti un problema e che le autorità monetarie e governative di mezzo mondo siano preoccupate di evitare che l'economia cada in deflazione.

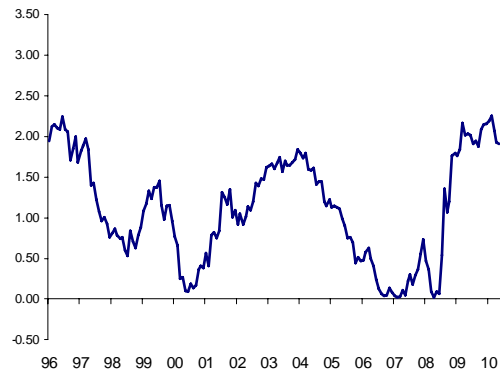
Utilizziamo quest'indicatore, in quanto esiste una chiara relazione tra lo scenario economico, espresso in crescita congiunturale e inflazione, con l'inclinazione della yield curve e l'andamento del mercato azionario. In questo contesto, la yield curve è definita come la differenza tra i rendimenti delle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

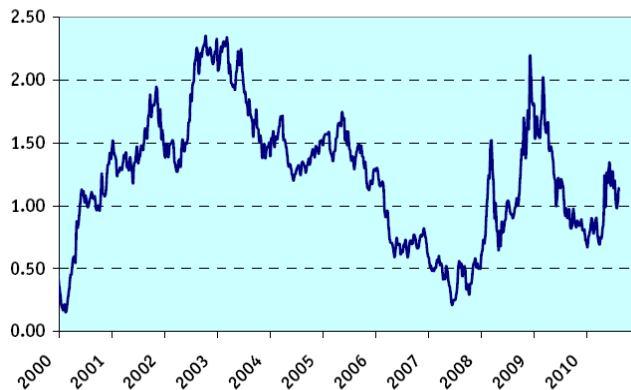


Fonte: Bloomberg

L'attuale tendenza al flattening rimane dettata dal ribasso dei rendimenti a lungo, un andamento recentemente enfatizzato dallo scenario deflattivo con cui si è tinto il wording della Fed dopo il suo meeting di agosto. La strategia obbligazionaria è incentrata sulle scadenze a breve, mentre non vediamo valore nel medio, meglio concentrarsi sul breve malgrado gli scarni rendimenti. Il lungo è da accumulare tatticamente solo su debolezza.

C) Obbligazioni: corporate spread

Credit spread obbligazioni corporate in EUR



Fonte: Bloomberg

Gli spread continuano nella ricerca di un punto d'equilibrio fra gli estremi degli ultimi anni. L'esercizio è reso difficile da diverse scosse di assestamento. Noi reiteriamo il nostro approccio costruttivo al rischio credito, specie se di natura differente da quella finanziaria, con la raccomandazione di accumulare soprattutto sugli emittenti che hanno notato allargamenti irrazionali.

Terzo indicatore: la valutazione dei mercati azionari

USA: P/E prospettico 12 mesi



Europa P/E prospettico 12 mesi



Fonte: Nomura

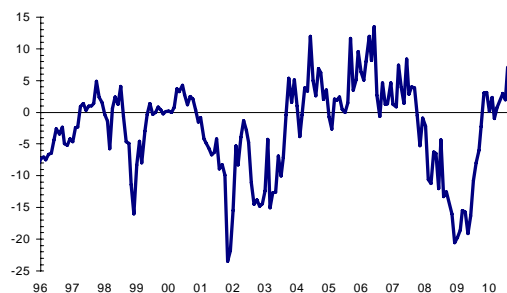
I multipli di valutazione faticano a salire, rimanendo sotto pressione, a causa della marcata incertezza sull'andamento futuro. A questi livelli, i P/E indicano che i mercati azionari sono sottovalutati, ma c'è bisogno di una schiarita sul fronte macroeconomico per vederli tornare a salire. I risultati trimestrali delle società hanno offerto una tregua, ma la variabile chiave resta l'aumento dell'occupazione, necessaria per dare nuovo slancio alla congiuntura.

Quarto indicatore: la dinamica degli utili (EPS Momentum)

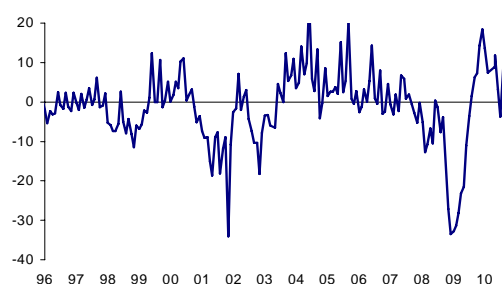
Gli ottimi risultati trimestrali, al di là delle stime degli analisti, sia negli Stati Uniti che in Europa, provocheranno un aumento delle stesse per l'anno in corso. Probabilmente, alla luce del rallentamento congiunturale, nei prossimi mesi gli analisti saranno costretti a ritornare sui loro passi, per ridurle nuovamente. Più spinoso il discorso per il 2011. Le attuali stime degli utili sono addirittura superiori a quelle dell'anno record 2007, con previsioni di redditività e di margini operativi troppo elevati. Il mercato sta già scontando questa ipotesi, ma non crediamo oltre una riduzione del 5-7%. Al di là di questa cifra assisteremo a un nuovo movimento al ribasso delle borse.

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

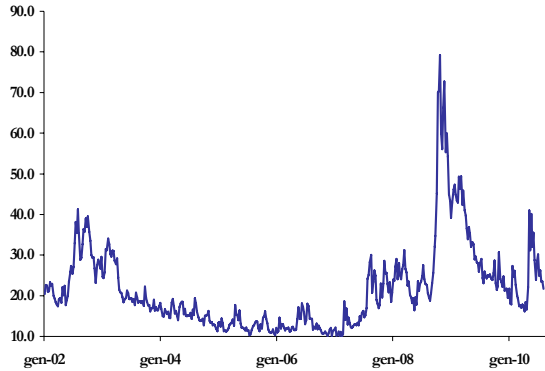


Fonte: Nomura



Quinto indicatore: il sentimento

Indice VIX (volatilità) sul CBOE

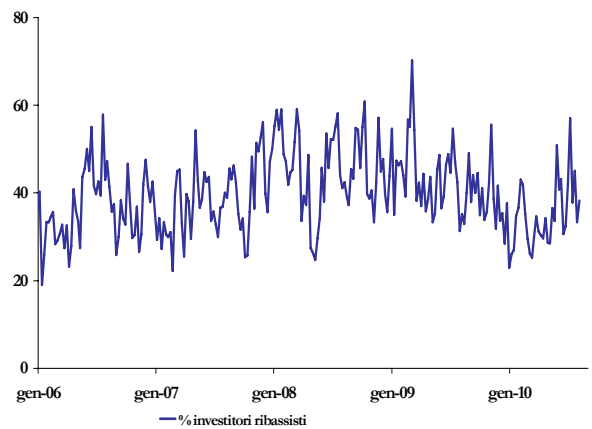
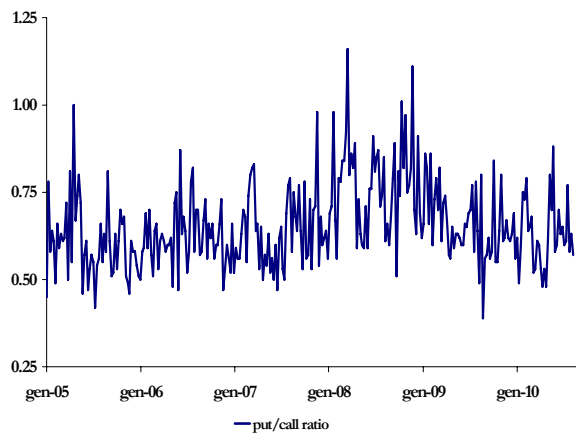


Fonte: Bloomberg

La volatilità ha approfittato del momento positivo sulle borse per scendere a livelli non lontani dai minimi dell'anno. Da qua il rischio è sbilanciato verso un aumento del suo valore.

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 percentuale di investitori ribassisti è spostata più verso il basso che l'alto della sua forchetta d'oscillazione. In questa posizione non segnala ancora un possibile movimento di correzione, ma ci siamo molto lontani.

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.

