



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. 3 - marzo 2011
A cura dell'Ufficio Ricerca e Analisi



STRATEGIA D'INVESTIMENTO

Indicatori dell'asset allocation

| Indicatore | Situazione attuale | Aspettative tra 3 mesi |
|-----------------------------|-------------------------|--------------------------|
| Congiuntura | Ripresa | Crescita moderata |
| ISM index (USA) | in ascesa | consolidamento |
| Consumer confidence (USA) | rimbalzo | in ripresa |
| PMI index (Euroland) | in ascesa | consolidamento |
| Condizioni monetarie | Neutrali | Favorevoli |
| Liquidità (M2/M3) | crescita debole | |
| Yield curve | regolare | movimento laterale |
| Corporate spread | stabile | in crescita |
| Valutazione azioni | Corretta | |
| P/E | neutrale | |
| Earnings yield gap | sottovalutato | |
| Dinamica degli utili | In rallentamento | In rallentamento |
| EPS momentum | ripresa | consolidamento |
| Sentimento | Positivo | |
| Indice VIX (volatilità) | al rialzo | |
| Bear ratio | al rialzo | |

Strategia d'investimento

Continua il momento di forza della congiuntura a livello mondiale. Non solo le economie dei paesi emergenti crescono a pieno regime, ma anche la congiuntura negli Stati Uniti e in Europa è decisamente in accelerazione. Gli indicatori precursori (ISM, PMI, Consumer confidence, leading indicator) sono sempre al rialzo e sono garanti della prosecuzione nei prossimi mesi del buon andamento. Il rischio attuale è rappresentato dall'aumento delle quotazioni del greggio che va ad aggiungersi all'incremento di altre materie prime (metalli e prodotti agricoli). Malgrado ciò, l'inflazione non è al momento un pericolo, in quanto il costo del lavoro nei paesi occidentali non aumenterà per parecchio tempo a venire e massa monetaria e credito sono sotto controllo.

Crediamo che strategicamente sull'aggregato obbligazionario si debba rimanere con duration corta. La parte centrale della curva dei rendimenti, offre più rischi che opportunità ed è sostanzialmente da evitare. Le obbligazioni a lungo in fase di debolezza meritano una considerazione in termini di diversificazione. Le obbligazioni corporate mantengono sempre la loro attrattività, in quanto le aziende generano un importante cash flow e la cedola alta copre in parte il rischio di perdite.

Gli investitori dopo avere digerito alcune notizie negative, come le paure sull'inflazione con la conseguente l'intenzione della BCE di alzare i tassi d'interesse di riferimento, hanno parzialmente capitolato di fronte alla tragedia che ha colpito il Giappone. La volatilità è tornata a salire e l'avversione al rischio è cresciuta. In questi momenti di incertezze (Medio Oriente, inflazione, paura di catastrofe nucleare), consigliamo di coprire, almeno parzialmente, le posizioni in essere tramite strutture di opzioni. Più in là cercheremo un punto d'entrata sul mercato azionario (interessante la zona attorno a 1220 sullo S&P 500), in quanto non pensiamo che il prezzo del petrolio supererà in modo significativo quota 100-110 e al momento non vediamo a medio termine alternative valide d'investimento alle azioni.

Il dollaro statunitense è su livelli contro euro molto importanti. La rottura dell'1.42, porterebbe nuove perdite per il biglietto verde, per cui una sua copertura è consigliata. Il franco svizzero ha svolto nelle ultime settimane la sua funzione di valuta rifugio, ma con un'intensità minore rispetto all'anno scorso. Questo potrebbe essere il preludio al suo tanto atteso indebolimento. La lira turca non riesce a invertire la tendenza, ma i fondamentali solidi e il carry trade favorevole ci fanno rimanere convinti acquirenti. Anche il rublo è sempre interessante, a maggior ragione adesso con l'aumento delle quotazioni del petrolio che sono di sostegno a congiuntura e conti pubblici. Lo yen si è rafforzato, seguendo la logica del rimpatrio dei capitali, ma a medio termine la valuta giapponese è vulnerabile.



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 *) | 😊 | ➔ |

*) Lira turca, rublo, peso messicano, yuan

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 = 😐

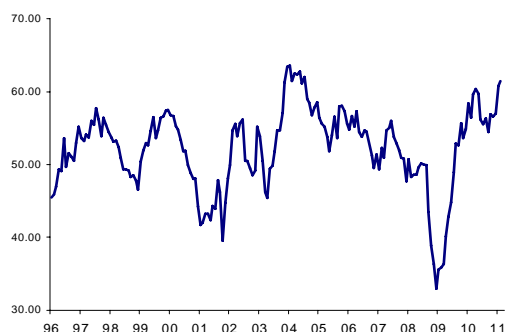
- sottoponderare = 😞

- fortemente sottoponderare = 😞😞

Cambiamento rispetto alla situazione precedente : ⬆️ ➔ ⬇️



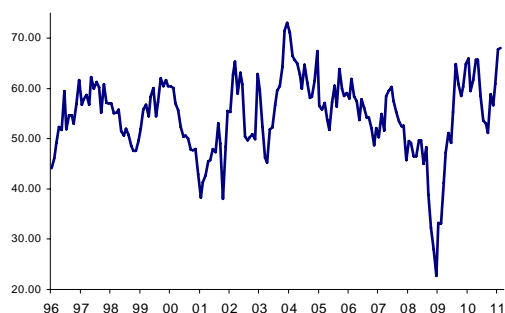
USA: ISM Index



Fonte: Bloomberg

L'indice ISM (inchiesta sulle prospettive economiche effettuata tra i direttori agli acquisti statunitensi) ha offerto il 19° mese di espansione consecutivo, superando il massimo nell'attuale ciclo economico. L'attività manifatturiera è in chiara accelerazione, grazie all'aumento della domanda interna e internazionale. Produzione e nuovi ordini continuano a spingere l'indice generale. Questo andamento si rifletterà in una crescita significativa del PIL, ben oltre le aspettative degli economisti formulate a inizio anno.

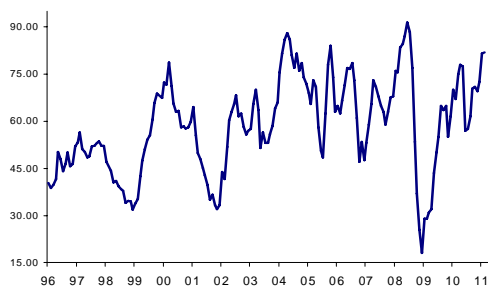
USA: ISM Index – Componente nuovi ordini



Fonte: Bloomberg

I nuovi ordini confermano che la crescita è sostenibile, essi sono aumentati più velocemente rispetto alle scorte, segnalando la necessità di incrementare la produzione per riempire i magazzini.

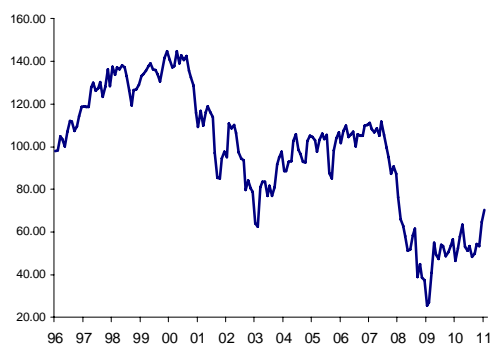
USA: ISM Index - Componente prezzi



Fonte: Bloomberg

L'indice dei prezzi è vicino ai massimi degli ultimi 15 anni, sospinto dall'aumento costante delle materie prime. Le società si dichiarano sempre più preoccupate per l'aumento dei costi che solo per una minoranza di esse può essere ribaltato sul cliente finale.

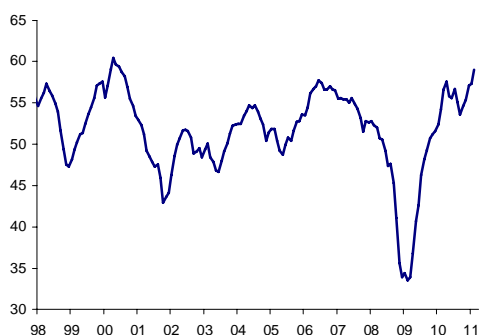
USA: Fiducia del consumatore



Fonte: Bloomberg

La profonda ripresa della fiducia del consumatore negli ultimi mesi è il frutto delle aspettative di calo della disoccupazione, del rally sulla borsa e dei tagli fiscali, confermati dall'amministrazione Obama. L'indice ha toccato questo mese il massimo da febbraio 2008 e si avvicina ai livelli degli anni 2003-2007, contraddistinti da una forte crescita del consumo privato. Resta ancora una grossa incognita rappresentata dal prezzo degli immobili che negli ultimi mesi ha stoppato la sua fase di recupero dai minimi registrati, durante lo scoppio della bolla immobiliare.

Eurolandia: PMI Index



Fonte: Bloomberg

Il PMI manifatturiero della zona euro è salito al massimo degli ultimi 10 anni, in sintonia con altre pubblicazioni che segnalano l'ottimo momento della congiuntura. Alla base dell'accelerazione ancora una volta c'è l'aumento delle esportazioni. Dopo avere toccato soprattutto i paesi forti dell'Europa, la ripresa sta coinvolgendo anche la periferia; un andamento sicuramente interessante, alla luce del problema del debito di queste nazioni.

Prospettive sulla crescita economica

Continua il momento di forza della congiuntura a livello mondiale. Non solo le economie dei paesi emergenti crescono a pieno regime, ma anche la congiuntura negli Stati Uniti e in Europa è decisamente in accelerazione. Gli indicatori precursori (ISM, PMI, Consumer confidence, leading indicator) sono sempre al rialzo e sono garanti della prosecuzione nei prossimi mesi del buon andamento.

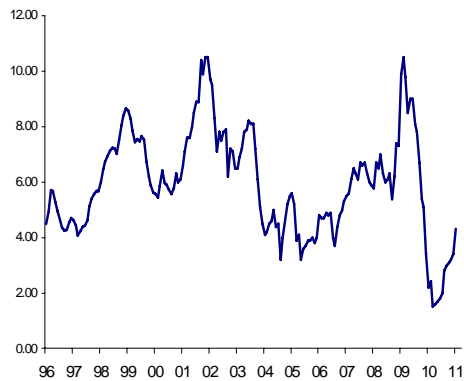
Anche la nostra cartina di tornasole, la ripresa dell'occupazione statunitense, pur non facendo registrare miglioramenti spettacolari, è incanalata su binari di crescita. Gli ultimi quattro dati su cinque degli initial jobless claims (prime richieste di sussidio di disoccupazione) sono risultati al di sotto di 400'000 unità, una conferma che la disoccupazione può scendere ancora nei mesi a venire.

Il rischio attuale per l'andamento congiunturale è rappresentato dall'aumento delle quotazioni del greggio che va ad aggiungersi all'incremento di altre materie prime (metalli e prodotti agricoli) in atto da parecchio tempo. Se la guerra civile in Libia non causerà rivolte nei principali paesi arabi produttori di petrolio, non crediamo che l'inflazione possa esplodere, in quanto il costo del lavoro nei paesi occidentali non aumenterà per parecchio tempo a venire e massa monetaria e credito sono sotto controllo.

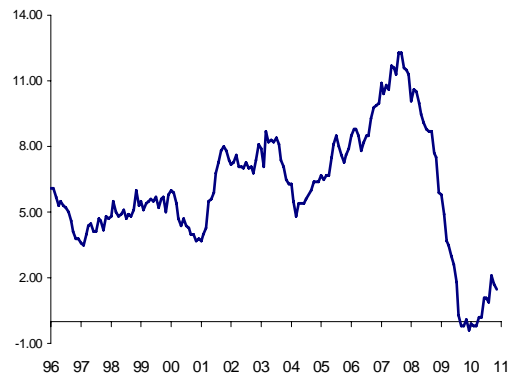
Secondo indicatore: condizioni monetarie

A) Massa monetaria

USA: M2 (crescita annuale)



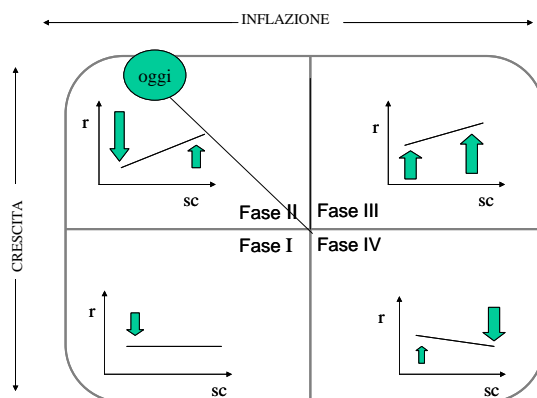
Eurolandia: ECB M3 (crescita annuale)



Fonte: Bloomberg

Gli ultimi dati pubblicati sulla crescita della massa monetaria M3 europea e del credito sono risultati deboli. L'M3 si è contratta per il secondo mese. L'aumento su base annua si è ridotto dall'1.7% al 1.5%. In contenuta crescita anche l'erogazione di crediti, con un +2.4% su base annua. Non crediamo che questa dati possano rappresentare un pericolo inflazionistico, in questo momento dipendente dall'andamento del petrolio.

B) Scenario economico e Yield curve



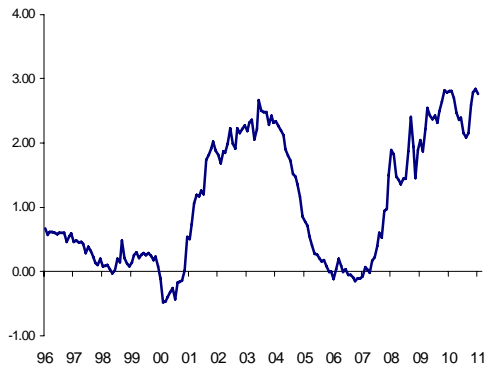
La guerra civile in Libia ha causato un aumento di una delle poche materie prime che non erano ancora salite con decisione. Di conseguenza le paure di uno scoppio dell'inflazione sono più che giustificate e rappresentano il problema principe degli investitori in queste ultime settimane.

Essendo i derivati del petrolio usati nella vita di tutti i giorni, oltre che nei processi produttivi, a medio termine questo determinerà un peso per la crescita economica che per il momento i mercati finanziari non contemplano.

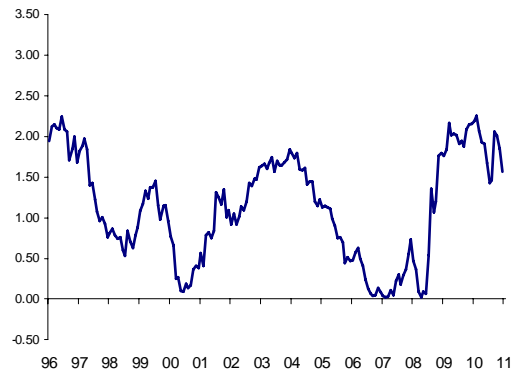
Utilizziamo quest'indicatore, in quanto esiste una chiara relazione tra lo scenario economico, espresso in crescita congiunturale e inflazione, con l'inclinazione della yield curve e l'andamento del mercato azionario. In questo contesto, la yield curve è definita come la differenza tra i rendimenti delle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

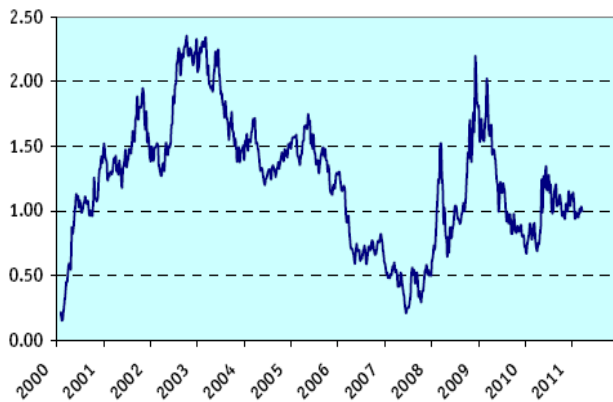


Fonte: Bloomberg

Crediamo che strategicamente sull'aggregato obbligazionario si debba rimanere con duration corta. La parte centrale della curva dei rendimenti, offre più rischi che opportunità ed è sostanzialmente da evitare. Le obbligazioni a lungo in fase di debolezza meritano una considerazione in termini di diversificazione.

C) Obbligazioni: corporate spread

Credit spread obbligazioni corporate in EUR



Fonte: Bloomberg

Gli spreads sono rimasti relativamente stabili durante l'ultime ottave. Noi siamo dell'opinione che bisogna restare esposti al debito societario e approfittare di eventuali allargamenti degli spreads per aumentare le posizioni.

Terzo indicatore: la valutazione dei mercati azionari

USA: P/E prospettico 12 mesi



Europa: P/E prospettico 12 mesi



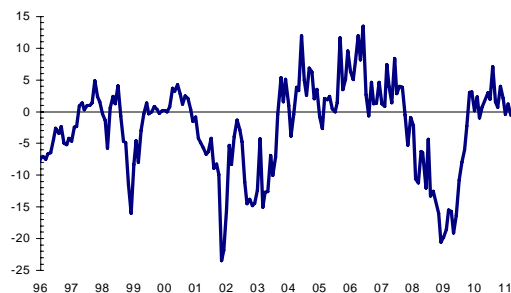
Dopo il de-rating del 2010, i multipli di valutazione dei mercati azionari hanno iniziato a dilatarsi, grazie alle migliorate prospettive economiche e all'ottima redditività mostrata dalle aziende. Se il prezzo del greggio dovesse consolidare attorno ai 100-110 US\$ al barile (WTI), non crediamo che i margini operativi delle società soffriranno più di quel tanto, per cui una dilatazione del P/E di un centinaio di punti base dovrebbe essere possibile.

Quarto indicatore: la dinamica degli utili (EPS Momentum)

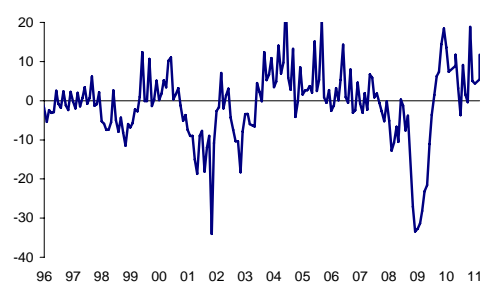
L'EPS Momentum non sembra riflettere completamente il brillante periodo sull'andamento degli utili aziendali. In Europa le stime al rialzo si equivalgono con quelle al ribasso, mentre negli Stati Uniti siamo lontani dai livelli massimi, raggiunti qualche mese fa. Interessante notare come quei livelli corrispondano anche ai massimi registrati nel 2005, 2007 e 2010 e come sempre l'EPS Momentum abbia poi consolidato verso quota 0. Difficile ipotizzare un contributo positivo nei prossimi mesi da parte di questa variabile.

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

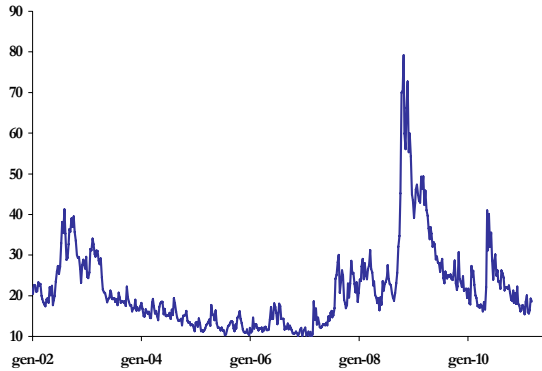


Fonte: Nomura



Quinto indicatore: il sentimento

Indice VIX (volatilità) sul CBOE

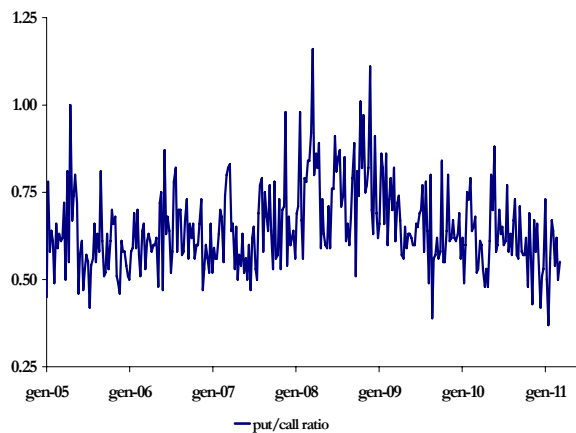


Fonte: Bloomberg

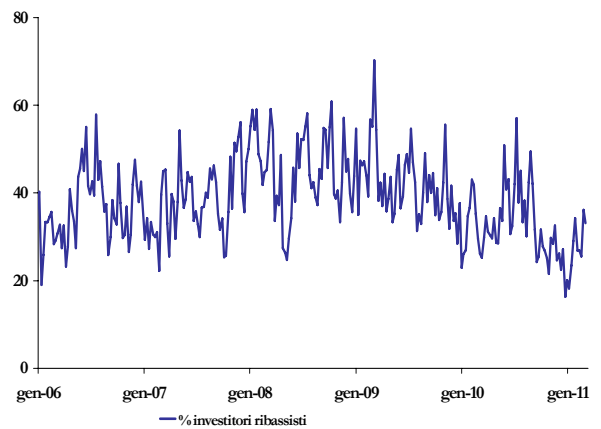
La volatilità si è svegliata dal torpore degli ultimi mesi, superando in poche sedute quota 20. La tragedia in Giappone, con le angosce sul pericolo nucleare hanno riportato l'indice VIX vicino a 25.

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 ha preso a salire da livelli massimi, portando con se, con un ritardo di alcune settimane, la correzione che solitamente contraddistingue questo andamento.

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.