



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
Congiuntura	Ripresa	Crescita moderata
ISM index (USA)	rimbalzo	consolidamento
Consumer confidence (USA)	in salita	in ripresa
PMI index (Euroland)	rimbalzo	consolidamento
Condizioni monetarie	Neutrali	Favorevoli
Liquidità (M2/M3)	crescita debole	
Yield curve	regolare	flattening
Corporate spread	stabile	in crescita
Valutazione azioni	Corretta	
P/E	legg. sottovalutato	
Earnings yield gap	sottovalutato	
Dinamica degli utili	In rallentamento	In rallentamento
EPS momentum	consolidamento	consolidamento
Sentimento	Negativo	
Indice VIX (volatilità)	al ribasso	
Bear ratio	al ribasso	

Strategia d'investimento

I dati economici pubblicati nell'ultimo mese sono stati meno brillanti di quelli di ottobre, in special modo ben al di sotto delle aspettative, il dato più significativo, quello sull'occupazione statunitense. A controbilanciare questa preoccupazione, i dati settimanali sugli initial jobless claims (nuove richieste di sussidio di disoccupazione) sono risultati costantemente sotto la barriera di 450'000 richieste che avevamo battezzato come soglia al di sotto della quale, la creazione di posti di lavoro riprende vigore e il circolo virtuoso, più occupazione, più consumo, più investimenti, innesca una solida ripresa congiunturale.

Il mercato del reddito fisso ha reagito con un aumento soprattutto dei rendimenti sulle scadenze a lungo. Da tempo noi privilegiamo duration corte, in quanto il basso livello dei tassi d'interesse ci indica vulnerabilità. Al 3.25-3.40% di rendimento del bund decennale consigliamo l'acquisto, in un'ottica tattica, della parte lunga della curva dei rendimenti. Pensiamo che il mondo corporate offra ancora delle opportunità d'investimento, in quanto le società godono di solidità finanziaria e dimostrano ottime capacità di generare cash flow. In questa direzione abbiamo investito in un fondo corporate di società dei paesi emergenti.

Gli indici borsistici hanno fatto segnare i massimi dell'anno e stanno rompendo significative resistenze, come quella a 1225 sull'indice S&P 500. Il trigger è da ricercare nella fiducia che gli investitori depongono sulla capacità dei governi e delle banche centrali di poter risolvere i problemi legati al debito pubblico e di poter stabilizzare la crescita economica. Dai livelli attuali vediamo un potenziale attorno al 5%, grazie alla dilatazione del P/E, indotta dal miglioramento sulle problematiche citate. Visto il buon momento sulle borse apriremo alcune posizioni long tattiche sulle azioni, pronti a prender profitto all'inizio dell'anno. Favorita l'area dei mercati emergenti. Al di là dell'ottima salute delle società, le minacciose ombre sulla macroeconomia ci inducono a una certa prudenza. Di conseguenza, ripristiniamo le coperture che sono venute a scadenza attraverso le collaudate strutture in opzioni

Sulle valute, restiamo sui portafogli euro con una cospicua posizione in yuan. Puntiamo inoltre sul rublo, colpito negli ultimi mesi in modo esagerato, la lira turca, sorretta da una situazione economica brillante e la corona norvegese. Sui profili franchi svizzeri insistiamo con una marcata diversificazione sull'euro, in quanto crediamo che il franco, al di là del momento contingente che lo vede ricercato come valuta rifugio, sia sopravvalutato.



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, corona norvegese, 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 : ↑ → ↓



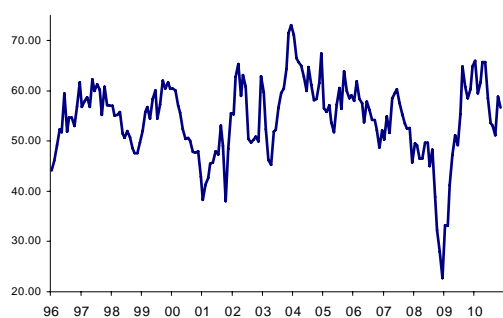
USA: ISM Index



Fonte: Bloomberg

L'indice ISM (inchiesta sulle prospettive economiche effettuata tra i direttori agli acquisti statunitensi) ha raggiunto il 16° mese di ripresa consecutiva. Novembre è stato il secondo mese più forte degli ultimi sei, segnalando una possibile accelerazione dell'attività produttiva e malgrado la riduzione della componente nuovi ordini e produzione. Alla luce di questi dati poco univoci, è difficile concludere che i dati emersi da questa inchiesta possano tradursi in un aumento nella crescita del PIL statunitense. Restiamo fedeli al nostro scenario di una stima attorno al 2% nella seconda parte dell'anno.

USA: ISM Index – Componente nuovi ordini

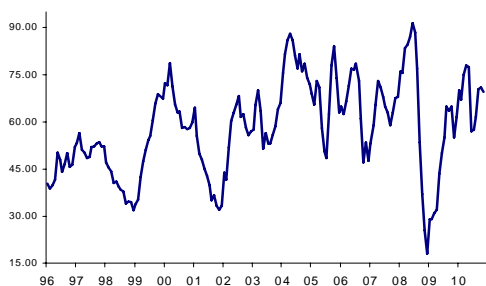


Fonte: Bloomberg

Secondo le correlazioni del passato tra l'indice generale e l'andamento economico, il valore dell'indice generale nei primi 11 mesi dell'anno corrisponde a una crescita del PIL statunitense del 5.1%.

I nuovi ordini sono scesi rispetto al dato del mese precedente, ma rimangono con 56.6 su livelli di tutto rispetto.

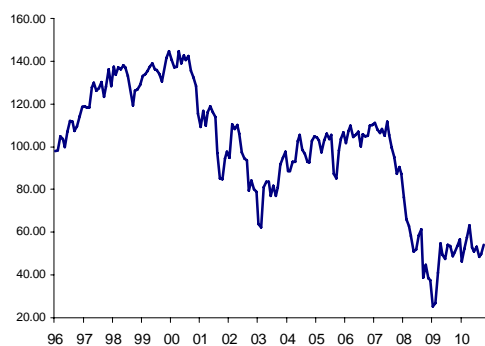
USA: ISM Index - Componente prezzi



Fonte: Bloomberg

L'indice dei prezzi è risultato sostanzialmente invariato. I settori dediti alla lavorazione delle materie prime, come cartario e chimico, segnalano che i costi in aumento si tradurranno in un erosione dei margini. Per altri settori meno divoratori di materie prime, l'impatto sarà modesto, anche alla luce della limitata capacità delle aziende di trasferire i costi al cliente finale.

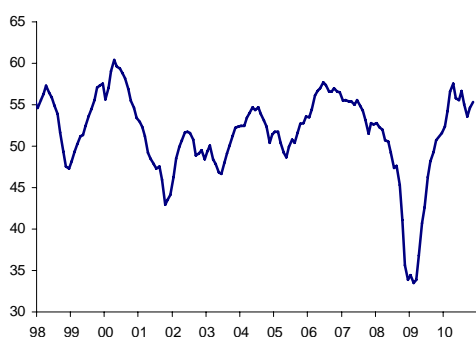
USA: Fiducia del consumatore



Fonte: Bloomberg

L'indice sulla fiducia del consumatore ha trovato un ottimo rimbalzo che lo ha allontanato dai minimi degli ultimi mesi. La situazione attuale viene giudicata critica, mentre la forte ripresa dell'indice (quasi sette punti) è da ascrivere all'aumento della componente aspettative. Le economie domestiche sono più ottimiste sull'andamento futuro dell'economia e delle loro retribuzioni. Alla luce del dato deludente sulla disoccupazione negli Stati Uniti, uscito alcuni giorni dopo quest'inchiesta, non vediamo grosso potenziale di accelerazione per il consumo privato nei prossimi trimestri.

Eurolandia: PMI Index



Manifatturiero Fonte: Bloomberg

Ancora al di là delle aspettative, il dato sul PMI manifatturiero che dovrebbe permettere alla congiuntura europea di accelerare leggermente la sua velocità di crociera, anche perché questo andamento è sospinto anche dal dato sui servizi. Crediamo che l'aumento del PMI sia da ricondurre al buon momento dell'economia asiatica e che la recente debolezza dell'euro possa aiutare a mantenere questa tendenza. La crescita rimane comunque indebolita a medio termine, a causa della fragilità del settore bancario e dei problemi di debito in alcuni paesi dell'area euro.

Prospettive sulla crescita economica

I dati economici pubblicati nell'ultimo mese sono stati meno brillanti di quelli di ottobre, in special modo ben al di sotto delle aspettative, il dato più significativo, quello sull'occupazione, che peraltro era risultato fin troppo positivo il mese precedente. A controbilanciare questa preoccupazione, i dati settimanali sugli initial jobless claims (nuove richieste di sussidio dei senza lavoro) sono risultati costantemente sotto la barriera di 450'000 richieste che avevamo battezzato come soglia al di sotto della quale, la creazione di lavoro riprende vigore e il circolo virtuoso, più occupazione, più consumo, più investimenti, innesca una solida ripresa congiunturale. Nel prossimo anno dovremmo assistere quindi a una diminuzione della disoccupazione.

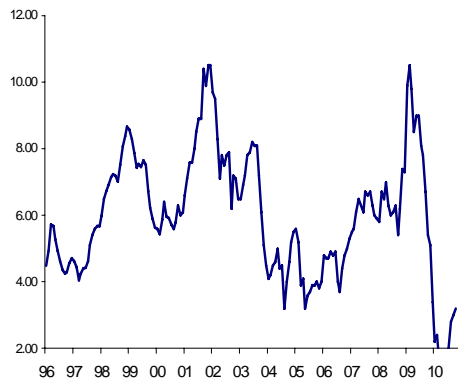
I mercati finanziari, soprattutto statunitensi, scommettono che le misure messe in atto da governo, con il rinnovo degli sgravi fiscali che erano in scadenza e la seconda parte del quantitative easing, con la Fed che s'impegna ad acquistare obbligazioni governative per almeno 600 miliardi di US\$, saranno vincenti e sosterranno l'economia nel corso del 2011.

L'Asia continua ad alimentare la crescita dei paesi sviluppati, grazie alla forza della sua domanda. L'inflazione, soprattutto in India e Cina porterà a ulteriori aumenti dei tassi guida e a misure di controllo sui flussi dei capitali in entrata.

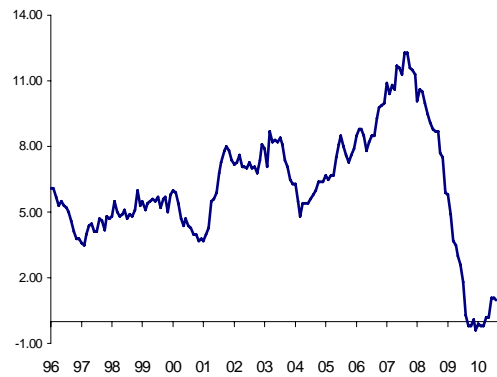
Secondo indicatore: condizioni monetarie

A) Massa monetaria

USA: M2 (crescita annuale)



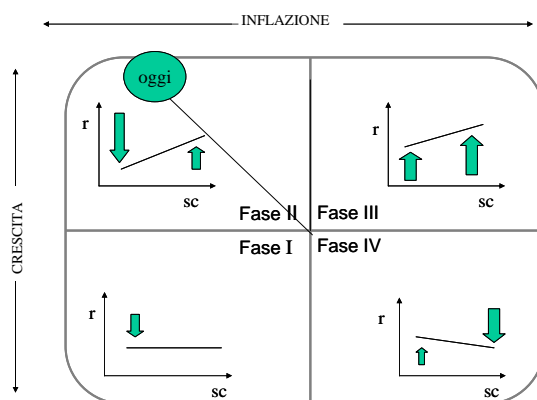
Eurolandia: ECB M3 (crescita annuale)



Fonte: Bloomberg

Persiste la debolezza nella crescita del credito e della massa monetaria M3 europea. Quest'ultima ha subito una contrazione dello 0.3% rispetto al mese precedente. Il trend del credito è risultato piatto, per il secondo mese consecutivo, dopo alcuni segnali ben auguranti. Questa situazione obbligherà la BCE a rimandare la normalizzazione della sua politica monetaria, dando ai mercati finanziari il massimo supporto possibile.

B) Scenario economico e Yield curve

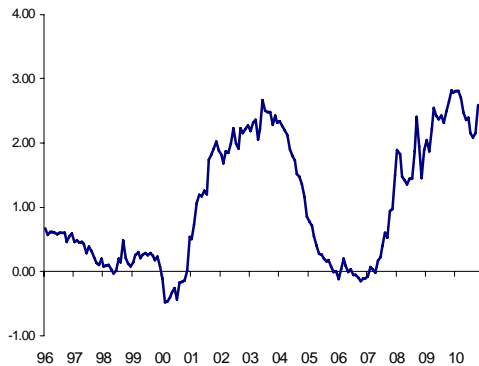


La fase 2 del quantitative easing da parte della Fed ha portato a un certo ottimismo sull'andamento della crescita economica per il 2011, allontanando ancor più lo spettro di un ritorno in recessione. Di pari passo anche la deflazione non è più un vocabolo in voga e in effetti i rendimenti sul decennale sia negli Stati Uniti che in Europa si sono mossi con decisione al rialzo. In ribasso, all'opposto, i tassi d'interesse a 2 anni, in quanto si fa sempre più distante l'ipotesi di un rialzo dei saggi guida da parte di Fed e BCE.

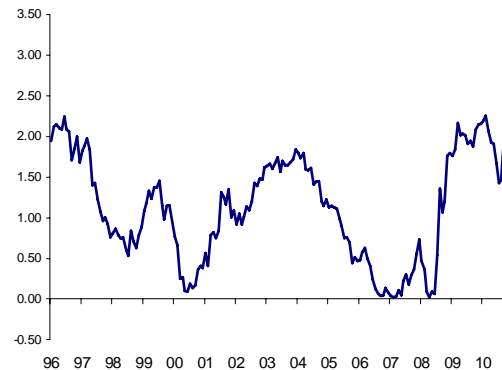
Utilizziamo quest'indicatore, in quanto esiste una chiara relazione tra lo scenario economico, espresso in crescita congiunturale e inflazione, con l'inclinazione della yield curve e l'andamento del mercato azionario. In questo contesto, la yield curve è definita come la differenza tra i rendimenti delle 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 curva dei rendimenti ha di nuovo subito un irripidimento, a causa del repentino Il mercato del reddito fisso ha reagito con un aumento soprattutto dei rendimenti sulle scadenze a lungo. Da tempo noi privilegiamo duration corte, in quanto il basso livello dei tassi d'interesse ci indica vulnerabilità. Al 3.25-3.40% di rendimento del bund decennale consigliamo l'acquisto, in un'ottica tattica, della parte lunga della curva dei rendimenti.

C) Obbligazioni: corporate spread

Credit spread obbligazioni corporate in EUR



Fonte: Bloomberg

Pensiamo che il mondo corporate offra ancora delle opportunità d'investimento, in quanto le società godono di solidità finanziaria e dimostrano ottime capacità di generare cash flow. In questa direzione abbiamo investito in un fondo corporate di società dei paesi emergenti.



Terzo indicatore: la valutazione dei mercati azionari

USA: P/E prospettico 12 mesi



Europa: P/E prospettico 12 mesi



Fonte: Nomura

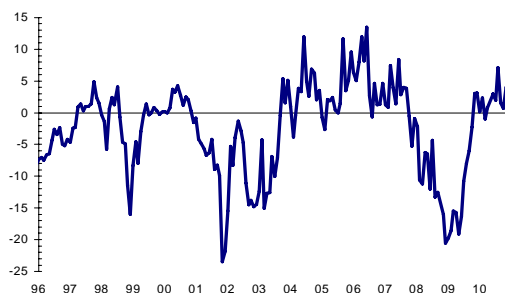
I multipli di valutazione sono tornati a salire, dopo una compressione che è durata per tutto il 2010. Il mercato azionario si sta convincendo che le misure della Fed sconfiggeranno lo spettro di recessione e deflazione. In questo caso il P/E potrà dilatarsi di un paio di punti, anche se al momento non crediamo che la partita si possa definire già vinta. Sicuramente la valutazione delle aziende è un punto di forza per il mercato azionario, grazie alla capacità delle società di aumentare costantemente la loro redditività.

Quarto indicatore: la dinamica degli utili (EPS Momentum)

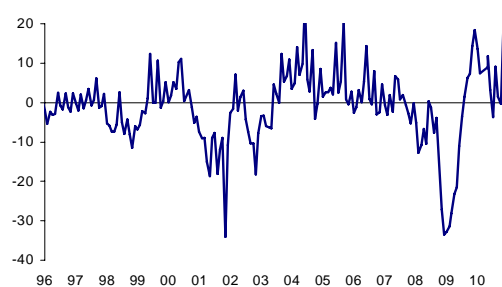
Dopo l'ennesimo trimestre caratterizzato da risultati aziendali al di sopra delle aspettative, gli analisti hanno reagito con un secco aumento delle stime degli utili. Nelle ultime settimane, vista la mancanza di nuovi spunti, l'EPS Momentum si è normalizzato. Anche se le società dovessero confermare la loro bravura nel 2011, è necessario assistere a un aumento delle stime sulla crescita economica, per generare un EPS Momentum che sia di stimolo al mercato azionario. La mancanza di pricing power da parte delle società, sicuramente ostacolo questo andamento.

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

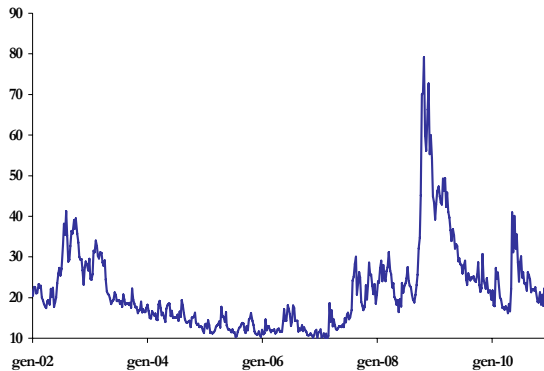


Fonte: Nomura



Quinto indicatore: il sentimento

Indice VIX (volatilità) sul CBOE

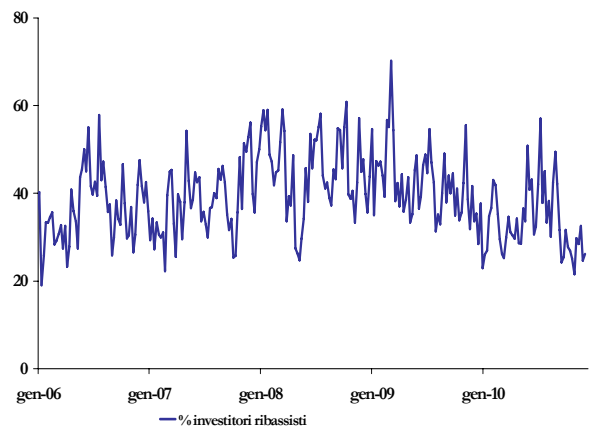
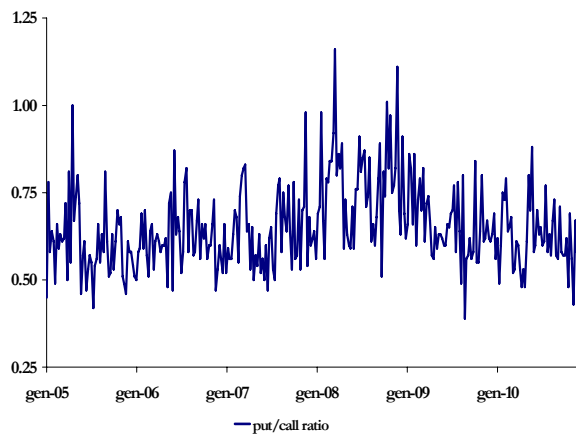


La volatilità si è mossa al rialzo durante la correzione a metà mese, per poi riprendere il suo trend ribassista e tornare sotto il livello di 20. A questo punto la volatilità segnala non solo un positivismo sulla borsa, ma anche la convinzione che i problemi di crescita possano essere risolti, grazie agli ulteriori interventi messi in cantiere da governi e banche centrali.

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 e Investitori Bear sul mercato azionario statunitense



Fonte: Bloomberg

La percentuale di investitori ribassisti rimane bassa in un confronto storico e potrebbe segnalare un eccessivo positivismo.

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.

