



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 obbligatorie)

Bollettino mensile no. 7 – luglio 2010
A cura dell'ufficio Ricerca e Analisi

I festeggiamenti per i 50 anni di Banca del Sempione
in collaborazione con i 100 anni di Alfa Romeo



Nuvolari su Alfa Romeo Bimotore, 1935

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)	tonfo	in ripresa		
PMI index (Euroland)	consolidamento	consolidamento		
Condizioni monetarie	Neutrali	Favorevoli		
Liquidità (M2/M3)	trend negativo in EU		=	=
Yield curve	regolare	regolare		
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 rialzo		-	+
Bear ratio	al rialzo			

Strategia d'investimento

Malgrado i segnali di rallentamento della congiuntura non crediamo a un ritorno della recessione. Stiamo entrando in una fase nuova, dopo quella caratterizzata dalla ricostituzione delle scorte, più legata al livello corrente della domanda. In questo momento, gli investitori sentono il cambiamento e i loro dubbi aumentano. Crediamo che il consumo privato negli Stati Uniti possa tenere, anche se si allontanerà dal +3% previsto nella prima parte dell'anno per convergere sotto il 2%, in quanto la creazione di posti di lavoro e l'aumento delle retribuzioni, anche se non stellari, sono di sostegno. Non pensiamo che una contrazione della congiuntura in Europa possa causare una crisi a livello mondiale. Tanto più che le preoccupazioni sulla Cina e sull'area asiatica sono eccessive. La Cina ha finanze solide e floride, tali da permettersi qualsiasi intervento di stimolo alla sua economia.

Non ci sono motivi per cambiare sostanzialmente la nostra strategia obbligazionaria. Continuiamo a prediligere il breve e non vediamo valore nel medio. Le scadenze lunghe vanno accumulate solo su debolezza. Sul fronte delle obbligazioni corporate, dopo aver ridotto massicciamente il peso dei subordinati bancari, raccomandiamo in questa fase prudenza e di acquistare solo selettivamente e con la massima attenzione.

La correzione sulle borse è continuata anche nel corso dell'ultimo mese. A livello di multipli di valutazione, le azioni cominciano a diventare interessanti. Le pesanti incertezze ci impongono però di essere prudenti. Tecnicamente, l'indice S&P 500 sta testando livelli importanti che potrebbero preludere alla continuazione del movimento al ribasso. Operativamente, siamo al momento molto attenti a gestire le singole posizioni e a sfruttare opportunità che riteniamo interessanti. Al momento non intendiamo aumentare strategicamente il nostro peso sulle azioni.

Finalmente l'euro contro dollaro è rimbalzato; gli investitori hanno iniziato a considerare anche i negativi sulla valuta statunitense (rallentamento della congiuntura e deficit) e non solo enfatizzare i problemi (gravi) che attanagliano la zona euro. Al momento è difficile credere che l'euro sia all'alba di un corposo movimento, una nuova sua debolezza è probabile. Siamo convinti che su storni, la corona svedese e in seconda battuta quella norvegese siano ancora da accumulare, in ragione di una migliore congiuntura e del possibile aumento dei tassi d'interesse guida. Sul fronte delle valute dei paesi emergenti, stiamo accumulando posizioni in dollari di Taiwan e Singapore e in won coreano, non solo per la forte dinamica economica, ma anche per la situazione florida delle finanze di questi paesi.



STRATEGIA D'INVESTIMENTO

Asset Classes

Asset Classes	Strategia	Cambiamento
Liquidità	😊	➔
Obbligazioni	😐	➔
Azioni	😞	➔
Strumenti alternativi	😞	➔

Valute

Valute	Strategia	Cambiamento
Euro	😐	⬇️
Dollaro USA	😐	➔
Franco svizzero	😞	➔
Altre*)	😊	⬆️

*) Corona norvegese e svedese, yuan, rublo, dollaro di Singapore, Taiwan e won

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 = 😞

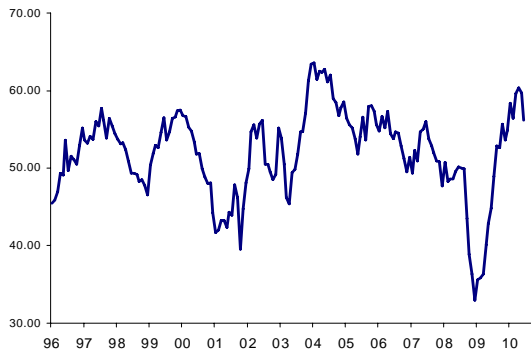
- fortemente sottoponderare = 😞😞

Cambiamento rispetto alla situazione precedente : ⬆️ ➔ ⬇️



Primo indicatore: la congiuntura

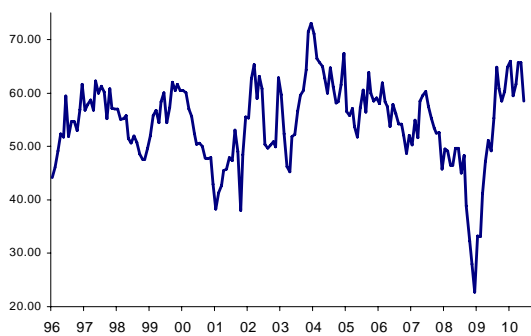
USA: ISM Index



Fonte: Bloomberg

Il rialzo dell'indice ISM (inchiesta sulle prospettive economiche effettuata tra i direttori agli acquisti statunitensi) ha raggiunto il suo apice, in quanto si sta esaurendo la fase della ricostituzione delle scorte e la ripresa congiunturale diventa più legata al livello corrente della domanda. Questo cambiamento è normale, sorprende solo l'ampiezza del movimento, ma avremo bisogno dei prossimi dati mensili per capire la reale portata del rallentamento congiunturale.

USA: ISM Index – Componente nuovi ordini

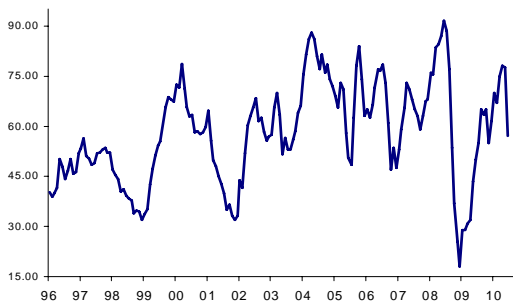


Fonte: Bloomberg

Secondo le correlazioni del passato tra l'indice generale e l'andamento economico, il valore dell'indice generale nei primi 6 mesi dell'anno corrisponde a una crescita del PIL statunitense dell'5.5%.

La debolezza dell'indice è dovuta principalmente alla discesa della componente nuovi ordini e in seconda battuta dalla diminuzione dell'indice produzione. Dopo 11 mesi di ripresa degli ordini non è sorprendente registrare un mese di crescita minore. Per il momento l'incremento rimane robusto e ben augurante per il futuro.

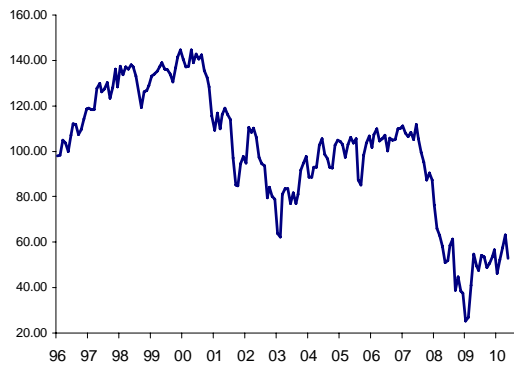
USA: ISM Index - Componente prezzi



Fonte: Bloomberg

Con i corsi delle materie prime in discesa, la componente prezzi è scesa di 20 punti. Un movimento di sollievo per i margini operativi delle aziende, alla luce del recente trend al rialzo e del prospettato rallentamento nelle vendite.

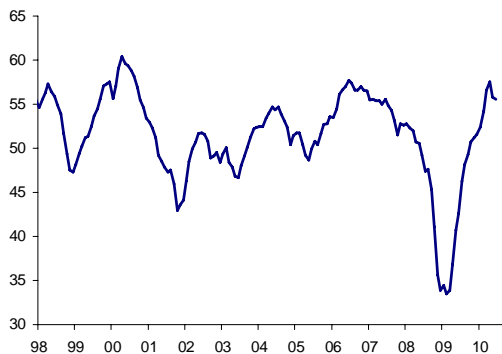
USA: Fiducia del consumatore



Fonte: Bloomberg

L'indice sulla fiducia del consumatore è tornato sui livelli di marzo, cancellando quanto di bene fatto negli ultimi mesi. Dopo un periodo di resistenza alla volatilità dei mercati finanziari e alla problematica del deterioramento delle finanze pubbliche, i consumatori iniziano a esprimere qualche timore. A relativizzare parzialmente questo dato, è doveroso menzionare, come l'altro importante indice sulle prospettive del consumo, calcolato dall'Università del Michigan, ha espresso un nuovo massimo. Dopo una prima parte dell'anno che dovrebbe attestarsi su una crescita del consumo privato al 3%, i nuovi elementi porteranno a un rallentamento sotto il 2%.

Eurolandia: PMI Index



Fonte: Bloomberg

Il PMI europeo si è attestato in giugno sullo stesso livello di quello statunitense. La considerazione è sorprendente, ma probabilmente la debolezza dell'euro rende attraente le esportazioni che fino a oggi hanno trainato il settore industriale. Nel prossimo futuro la situazione cambierà, in quanto il rallentamento economico non sarà solo provocato dalle disastrose finanze di molti paesi europei, ma prenderà un accento globale.

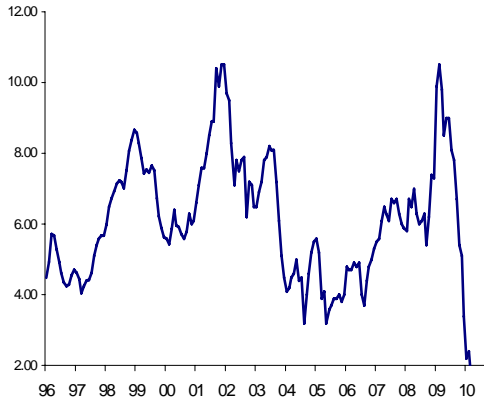
Prospettive sulla crescita economica

I mercati finanziari stanno scontando due timori. Da alcuni mesi sono preoccupati dalle ripercussioni sulla crescita economica europea, dei necessari programmi di austerità fiscale che una larga parte dei governi del vecchio continente dovranno realizzare per rientrare dal loro forte indebitamento. Su questa tematica si è inserita nelle ultime settimane una nuova preoccupazione di un rallentamento congiunturale mondiale. Da una parte sia i dati economici pubblicati che gli indicatori precursori, ci dicono che l'economia americana entrerà in un periodo di crescita meno esaltante di quanto visto negli ultimi trimestri, dall'altra si teme che anche la crescita cinese sia a rischio. La somma di tutte queste preoccupazioni fa credere al consenso che siamo di fronte al ritorno di un periodo di recessione (evento di doppio bottom). Anche se non possiamo escludere tale evenienza, crediamo di non dovere cambiare al momento il nostro scenario principale. Siamo coscienti da mesi che il mondo fosse di fronte a un rallentamento della crescita economica e oggi che questa situazione si sta viepiù concretizzando non vogliamo precorrere i tempi, con scenari di estremo pessimismo. Ancora una volta ribadiamo che la variabile principale da osservare è la creazione di nuovi posti di lavoro negli Stati Uniti, in quanto non pensiamo che una contrazione della congiuntura in Europa possa causare una crisi a livello mondiale. Tanto più che le preoccupazioni sulla Cina e sull'area asiatica sono eccessive. La Cina ha finanze solide e floride, tali da permettersi qualsiasi intervento di stimolo alla sua economia. In conclusione, solo un aumento della disoccupazione negli Stati Uniti che causerebbe una recessione dei consumi, può mettere veramente a rischio la crescita economica mondiale.

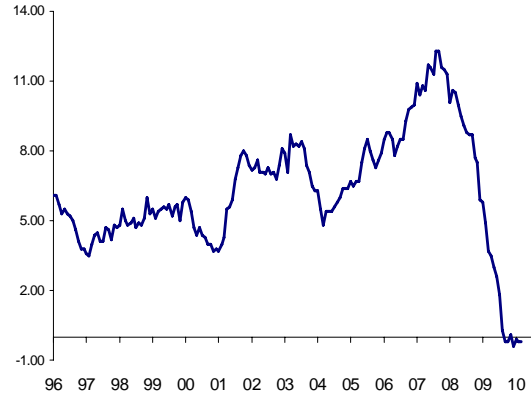
Secondo indicatore: condizioni monetarie

A) Massa monetaria

USA: M2 (crescita annuale)



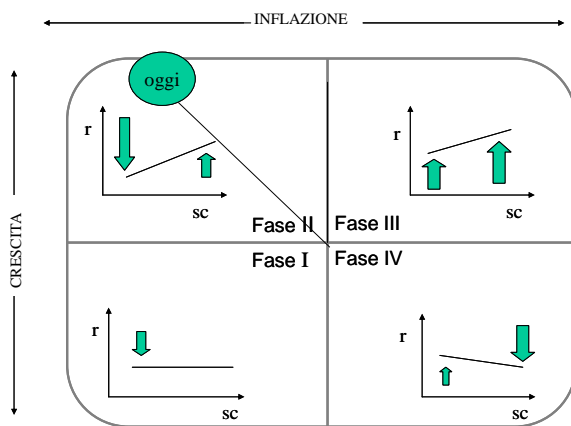
Eurolandia: ECB M3 (crescita annuale)



Fonte: Bloomberg

La massa monetaria M3 è scesa in aprile dello 0.2%. La contrazione è da attribuire alla vendita di fondi monetari, un segnale di un atteggiamento più costruttivo da parte degli investitori. In leggera ripresa i prestiti alle economie domestiche, anche se manca ancora una dinamica decisa.

B) Scenario economico e Yield curve

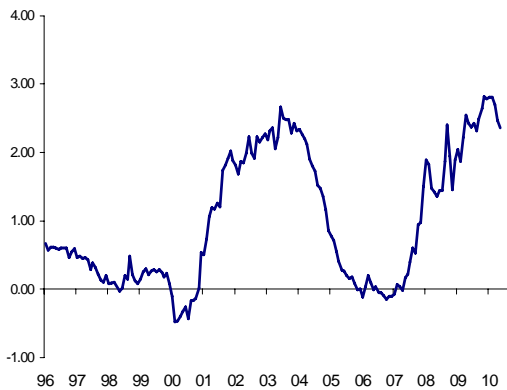


Nelle ultime settimane la volatilità dei mercati finanziari si è propagata anche alle previsioni delle variabili economiche. Registriamo un continuo ed estremo cambio di opinioni nello spazio di poche settimane, se non giorni. Di fondo restiamo convinti che il pericolo immediato da affrontare è la deflazione, malgrado l'enorme liquidità immessa nel sistema. L'andamento dei tassi d'interesse a lungo conferma la nostra ipotesi, come pure le paure sull'andamento della congiuntura. L'inflazione può attendere.

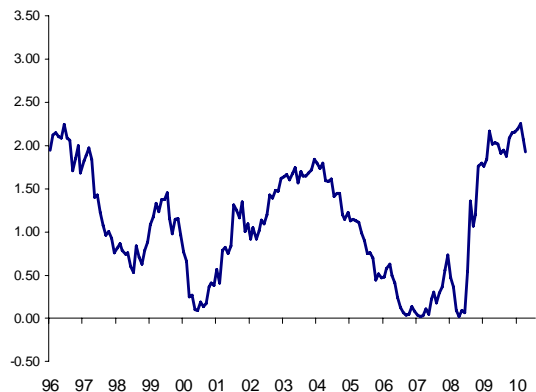
Utilizziamo quest'indicatore, in quanto esiste una chiara relazione tra lo scenario economico, espresso in crescita congiunturale e inflazione, con l'inclinazione della yield curve e l'andamento del mercato azionario. In questo contesto, la yield curve è definita come la differenza tra i rendimenti delle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

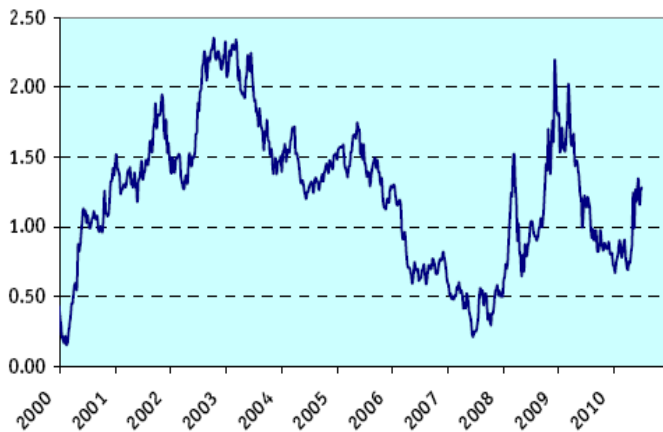


Fonte: Bloomberg

I tassi d'interesse guida in Europa e negli Stati Uniti resteranno bassi per parecchio tempo ancora. Non pensiamo che il differenziale 10-2 anni possa quindi ridursi sostanzialmente, con il breve che difficilmente si muoverà al rialzo. Continuiamo a prediligere le scadenze corte e non vediamo valore nel medio. Il lungo lunghe va accumulato solo su debolezza.

C) Obbligazioni: corporate spread

Credit spread obbligazioni corporate in EUR



Fonte: Bloomberg

Dopo il recente allargamento gli spreads stanno cercando di trovare un equilibrio fra i massimi registrati nelle ultime due crisi (2003 e 2008/09) e i minimi del 2007.

Ribadiamo l'approccio costruttivo al rischio credito, specie se di natura differente da quella finanziaria, con la raccomandazione di accumulare posizioni 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

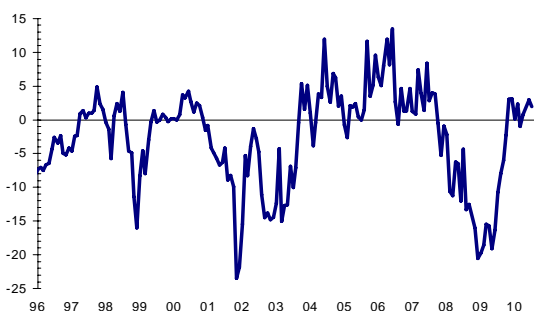
I multipli di valutazione continuano a scendere, a causa della crescente incertezza che regna sull'andamento economico e sulla redditività delle aziende. A questi livelli il mercato sconta una drastica riduzione delle stime degli utili, ipotizzabile solo con un ritorno in recessione. Come menzionato in precedenza, a questa evenienza attribuiamo una possibilità limitata (25%), mentre siamo più convinti che le stime degli utili debbano scendere, in quanto non tengono conto del rallentamento economico che è alle porte. Nei prossimi mesi il P/E dovrebbe salire, man mano che le previsioni più catastofiche verranno smentite.

Quarto indicatore: la dinamica degli utili (EPS Momentum)

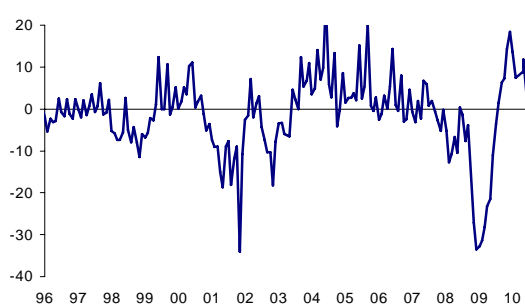
Le stime degli utili devono scendere. Se per il 2010, grazie all'ottimo andamento nei primi due trimestri, la revisione degli utili non dovrebbe essere importante, per l'anno prossimo le stime sono eccessivamente alte, alla luce delle nuove condizioni. Vendite e margini operativi devono essere abbassati, anche perché il livello degli utili per il mercato americano nel 2011 supera quello del 2007, un dato che ci sembra difficilmente raggiungibile anche con una congiuntura in continua ripresa.

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

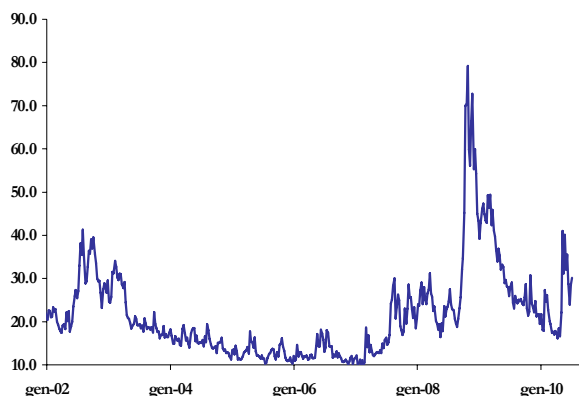


Fonte: Nomura



Quinto indicatore: il sentimento

Indice VIX (volatilità) sul CBOE

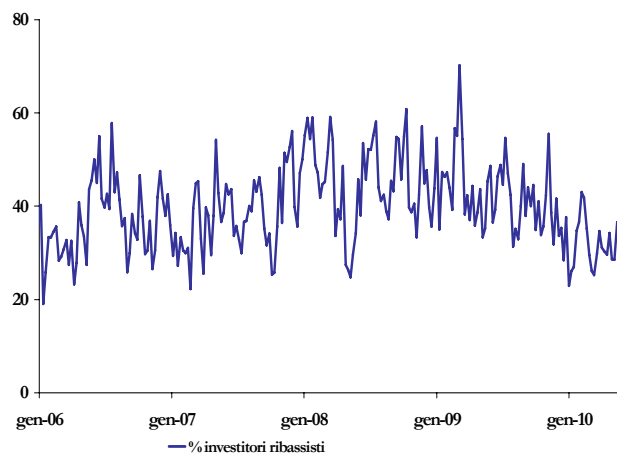
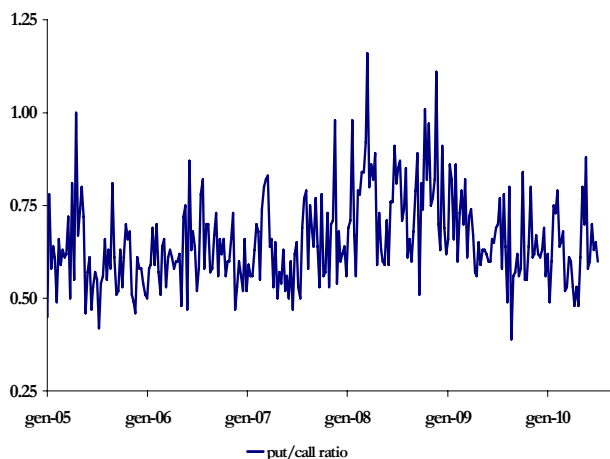


Fonte: Bloomberg

La volatilità continua e proporre strappi nelle due direzioni. Tenzialmente, rimarrà su alti livelli, in quanto le preoccupazioni degli investitori non si esauriranno nel corto termine.

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 salita nelle scorse settimane a livelli interessanti, ma recentemente è scesa. Altri indicatori di sentimento sono in condizione di ipervenduto e segnalano la possibilità di un rimbalzo tecnico delle borse a breve.

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.

