



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. 5 – maggio 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)	in rialzo	consolidamento	-	+
Consumer confidence (USA)	rimbalzo	in ripresa		
PMI index (Euroland)	in ripresa	consolidamento		
Condizioni monetarie	Favorevoli	Favorevoli		
Liquidità (M2/M3)	trend negativo in EU		-	+
Yield curve	regolare	regolare		
Corporate spread	in aumento	in crescita		
Valutazione azioni	Corretta			
P/E	correttamente valutato		=	=
Earnings yield gap	correttamente valutato			
Dinamica degli utili	Positiva	Positiva	=	=
EPS momentum	consolidamento	consolidamento		
Sentimento	Neutrale			
Indice VIX (volatilità)	al rialzo		+	-
Bear ratio	al ribasso			

Strategia d'investimento

La ripresa economica si sta sviluppando come da copione. Storicamente, dapprima gli indici precursori terminano la loro discesa (vedi ISM e PMI all'inizio del 2009). In seguito, anche il PIL registra dati positivi, mentre la disoccupazione per ultima inizia a scendere. Questa è la variabile decisiva, in quanto dobbiamo assistere a più mesi di continua creazione di posti di lavoro per concludere definitivamente che la ripresa congiunturale può poggiare sulle proprie gambe. La stabilità dell'andamento economico ha bisogno di individui convinti che il loro posto di lavoro non è più a rischio e su disoccupati che ne trovano uno nuovo. In questo modo i privati sono portati ad aumentare le loro spese e le aziende ad assumere per far fronte all'aumento della domanda, iniziando il circolo virtuoso. In Europa, la situazione è preoccupante con il problema del debito pubblico che deve essere affrontato con più decisione rispetto al passato, ma con ripercussioni negative sulla crescita economica.

Sulla duration dei portafogli obbligazionari da tempo abbiamo scelto di privilegiare la parte a breve della curva dei rendimenti a scapito del segmento centrale, andando a pizzicare il lungo opportunisticamente. La crisi greca ha portato a una rivalutazione del rischio e alcune posizioni corporate hanno subito una riduzione delle quotazioni. Come per i subordinati bancari che crediamo esprimano valore. Visto il clima sfavorevole, tatticamente è consigliabile un loro alleggerimento e aspettare momenti di maggiore tranquillità per tornare acquirenti.

I nostri indicatori segnalavano il mese scorso una possibile correzione sulle borse che è stata particolarmente feroce in Europa. Pensiamo che le strutture in essere di opzioni a copertura degli investimenti in azioni debbano essere tenute, alla luce dell'incertezza sulla possibilità di contagio della crisi greca. Al momento siamo prudenti e siamo alla ricerca del timing giusto per tornare compratori, in quanto crediamo che l'andamento economico, la valutazione dei mercati azionari e la redditività delle aziende siano di supporto alle borse.

L'euro è crollato sotto il peso della crisi greca e di un possibile allargamento della stessa ad altri paesi europei altamente indebitati (Spagna, Portogallo, Irlanda). In questo momento di capitolazione, l'euro sta testando l'area 1.23 contro dollaro statunitense. Questo livello è importante, in quanto corrisponde ai minimi del 2008. Non possiamo non considerare la forza di questo trend e la vulnerabilità dell'euro, per cui su rimbalzi dell'euro attorno all'1.27, consigliamo di andare long sul dollaro. Una diversificazione all'euro può essere ricercata anche attraverso altre divise. Tuttavia, il forte movimento di apprezzamento, suggerisce di essere molto cauti nella scelta del timing di ingresso al fine di sfruttare possibili rimbalzi. In questo momento di alta tensione, abbiamo preferito chiudere la maggior parte delle operazioni in essere, aspettando tempi più tranquilli per tornare a cavalcare i nostri temi preferiti.



STRATEGIA D'INVESTIMENTO

Asset Classes

Asset Classes	Strategia	Cambiamento
Liquidità	☹️	↕
Obbligazioni	😊	↕
Azioni	☹️	➡
Strumenti alternativi	☹️	➡

Valute

Valute	Strategia	Cambiamento
Euro	☹️	⬆
Dollaro USA	☹️	➡
Franco svizzero	☹️	➡
Altre*)	😊	⬇

*) Sterlina, corona norvegese, lira turca, yuan, rublo, ron

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:

Strategia:

- fortemente sovraponderare = 😊😊

- sovraponderare = 😊

- neutrale = ☹️

- sottoponderare = ☹️

- fortemente sottoponderare = ☹️☹️

Cambiamento rispetto alla situazione precedente : ⬆ ➡ ⬇



Primo indicatore: la congiuntura

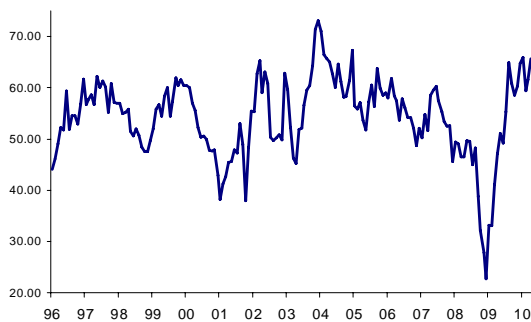
USA: ISM Index



Fonte: Bloomberg

L'indice ISM (inchiesta sulle prospettive economiche effettuata tra i direttori agli acquisti statunitensi) ha superato il valore di 60, facendo registrare il massimo da giugno del 2004, in ragione del rimbalzo nel commercio mondiale e del ripristino delle scorte. Storicamente il perdurare dell'indice su questi livelli provoca un cambiamento di atteggiamento da parte della banca centrale statunitense. Anche se in questo ciclo le incognite sono maggiori è un'informazione da tenere presente.

USA: ISM Index – Componente nuovi ordini

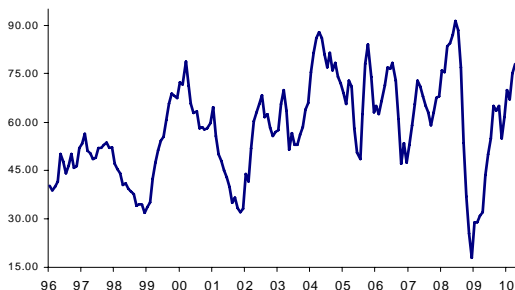


Fonte: Bloomberg

Secondo le correlazioni del passato tra l'indice generale e l'andamento economico, il valore dell'indice generale nei primi 4 mesi dell'anno corrisponde a una crescita del PIL statunitense dell'5.6%.

Le società continuano a registrare una forza straordinaria nei nuovi ordini, con una media negli ultimi 10 mesi superiore a 61. Anche la componente occupazione è particolarmente tonica, tanto da giustificare un aumento delle nuove assunzioni nell'industria.

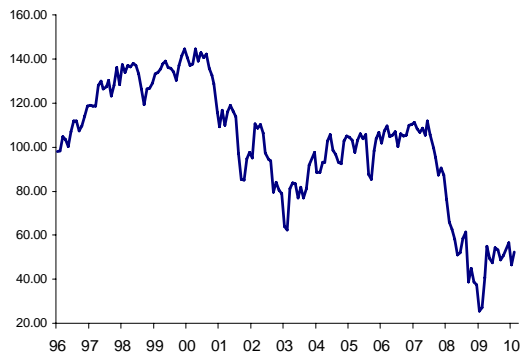
USA: ISM Index - Componente prezzi



Fonte: Bloomberg

Tanta forza si ripercuote negativamente sulla componente prezzi che ha raggiunto i livelli del 2008. Le società hanno tuttavia un limitato pricing power, per cui è da ipotizzare nei prossimi mesi una pressione sui margini operativi che sono per questo stadio del ciclo economico insolitamente alti.

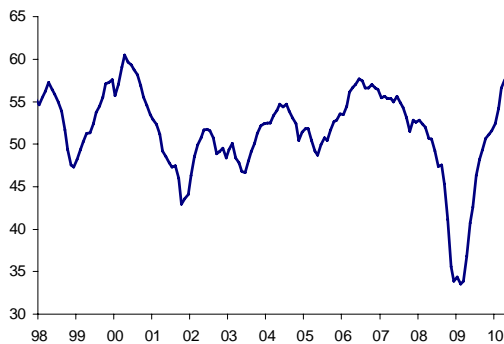
USA: Fiducia del consumatore



Fonte: Bloomberg

L'indice sulla fiducia del consumatore è salito ai massimi dal settembre 2008, grazie ai miglioramenti previsti sul mercato del lavoro. In effetti, la componente aspettative è salita maggiormente rispetto a quella attuale. Più in generale, anche questo indice si sta normalizzando dopo essere sceso pesantemente a seguito della crisi finanziaria. Non siamo quindi impressionati dal suo recupero, tanto più che il consumo privato ha dato segni di vivacità, già negli scorsi mesi.

Eurolandia: PMI Index



Fonte: Bloomberg

Ottime notizie dal PMI europeo che è salito di un ulteriore punto ad aprile. A di là dei tanti problemi che attanagliano la zona euro, l'industria manifatturiera è in un buon momento e permetterà alla crescita di accelerare nel secondo trimestre, dopo un inizio d'anno debole. Sorprendentemente l'inchiesta ha fatto registrare un aumento dei prezzi di vendita e non solo dei costi. Particolarmente forte il dato germanico che con 61.5 supera perfino quello statunitense. L'accelerazione degli ultimi mesi è dovuta essenzialmente alla ripresa della congiuntura mondiale, non si vede ancora una crescita della domanda interna.

Prospettive sulla crescita economica

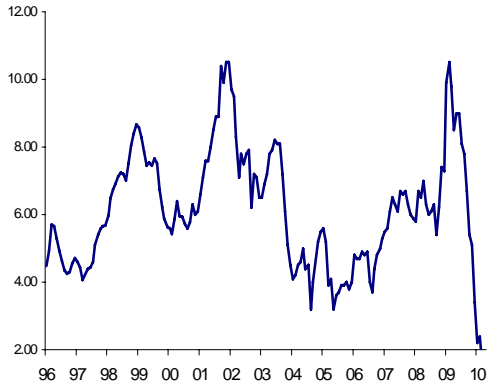
La ripresa economica si sta sviluppando come da copione. Storicamente, dapprima gli indici precursori terminano la loro discesa e ci dicono che il peggio della recessione è alle spalle (vedi ISM e PMI all'inizio del 2009). In seguito, anche il PIL ha registrato dati positivi, mentre la disoccupazione per ultima inizia a scendere. Questa è la variabile decisiva, su cui ci siamo concentrati negli ultimi mesi e ci focalizzeremo anche per i prossimi, in quanto dobbiamo assistere a più mesi di continua creazione di posti di lavoro per concludere definitivamente che la ripresa congiunturale può poggiare sulle proprie gambe. La stabilità dell'andamento economico ha bisogno di individui convinti che il loro posto di lavoro non è più a rischio e su disoccupati che ne trovano uno nuovo. In questo modo i privati sono portati ad aumentare le loro spese e le aziende ad assumere per far fronte all'aumento della domanda, iniziando il circolo virtuoso.

Si allontana sempre di più lo spauracchio di un doppio bottom nell'economia mondiale, anche se le economie sviluppate confrontate con problemi di deficit e di bilancio degli stati e da una demografia sfavorevole che fa salire i costi sociali, avranno un tasso di crescita ben al di sotto del loro potenziale storico (diciamo più vicino al 2% che oltre il 3% di riferimento degli ultimi anni). La crescita mondiale sarà stimolata dalla dinamica dei paesi emergenti che non a caso ne rappresentano già ora i 2/3, grazie al minor debito pubblico rispetto agli stati sviluppati e costi sociali di molto inferiori.

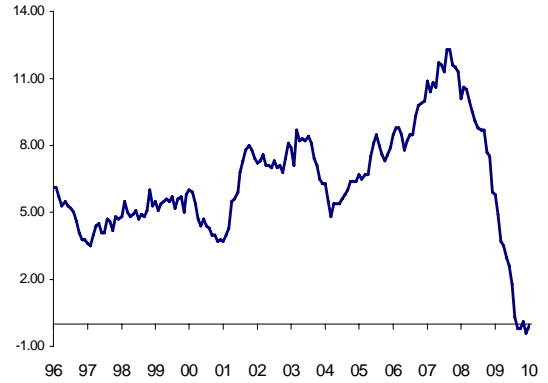
Secondo indicatore: condizioni monetarie

A) Massa monetaria

USA: M2 (crescita annuale)



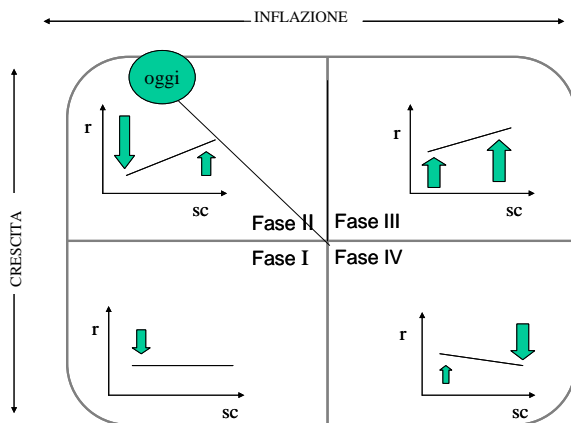
Eurolandia: ECB M3 (crescita annuale)



Fonte: Bloomberg

La massa monetaria M3 europea ha registrato una leggera contrazione in marzo, dovuta principalmente alla riduzione dei depositi a corto termine e dei fondi monetari, alla luce del livello minimo del loro rendimento e dall'accresciuta disponibilità al rischio. Meglio i prestiti ai privati, mentre ancora deboli quelli alle società. In generale le dinamiche monetarie restano sotto tono, anche se non prevediamo un periodo di prolungata contrazione. D'altra parte i rischi di ripercussioni sull'inflazione sono limitati.

B) Scenario economico e Yield curve

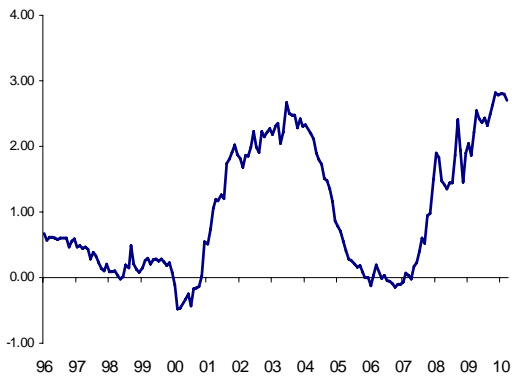


Ribadiamo che l'inflazione, soprattutto a causa della necessità di ridurre i deficit statali, non sarà il problema dei mesi a venire. Anche in Cina, dove assistiamo a una congiuntura forte, il rincaro non supera il 3% e pertanto non preoccupa più di tanto la Banca centrale del gigante giallo. Il probabile aumento dei tassi guida in Cina sarà causato principalmente dalla necessità di limitare l'aumento dei prestiti ed evitare lo scoppio di una bolla nell'immobiliare.

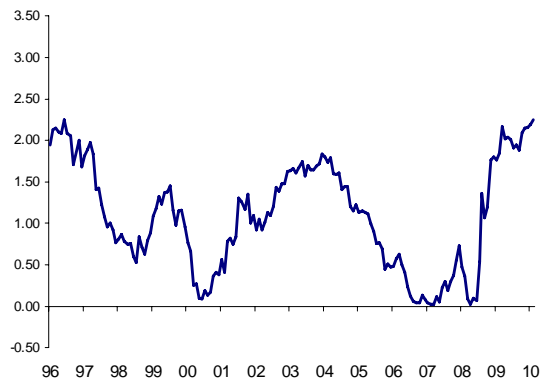
Utilizziamo quest'indicatore, in quanto esiste una chiara relazione tra lo scenario economico, espresso in crescita congiunturale e inflazione, con l'inclinazione della yield curve e l'andamento del mercato azionario. In questo contesto, la yield curve è definita come la differenza tra i rendimenti delle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

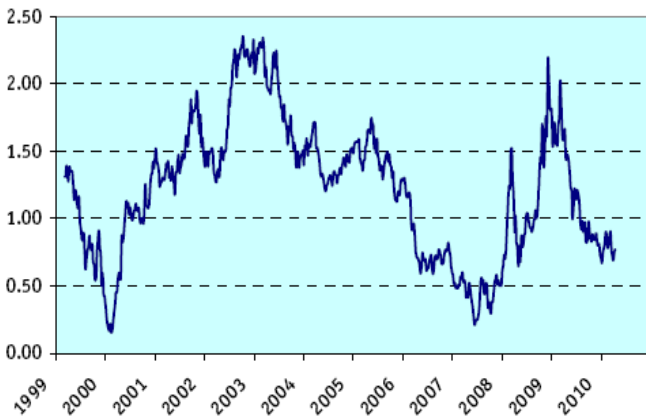


Fonte: Bloomberg

Sulla duration dei portafogli obbligazionari da tempo abbiamo scelto di privilegiare la parte a breve della curva dei rendimenti a scapito del segmento centrale, andando a pizzicare il lungo opportunisticamente. La crisi greca ha portato a una rivalutazione del rischio e alcune posizioni corporate hanno subito una riduzione delle quotazioni. Come per i subordinati bancari che crediamo esprimano valore. Visto il clima sfavorevole, tatticamente è consigliabile un loro alleggerimento e aspettare momenti di maggiore tranquillità per tornare acquirenti.

C) Obbligazioni: corporate spread

Credit spread obbligazioni corporate in EUR



Fonte: Bloomberg

Gli spread in questi momenti di incertezza tendono ad aumentare. Come menzionato in precedenza, consigliamo di attendere una schiarita sui mercati finanziari, prima di procedere a nuovi acquisti. Da privilegiare il segmento corporate non finanziario.

Terzo indicatore: la valutazione dei mercati azionari

USA: P/E prospettico 12 mesi



Europa P/E prospettico 12 mesi



Fonte: Nomura

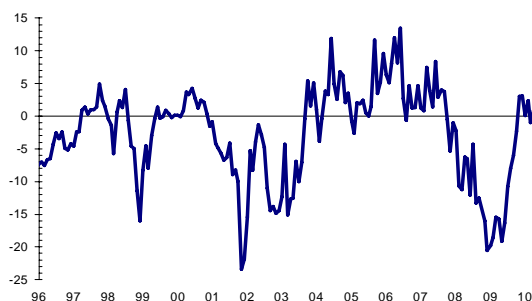
Per una questione matematica, essendo cresciute le stime (al denominatore) e sceso gli indici (al numeratore), il P/E soprattutto in Europa è diminuito rispetto al mese precedente. Rimane inalterato però il discorso di fondo che ha visto i multipli di valutazione salire nell'ultimo anno. Da qui via, siamo convinti che solo una ripresa dell'occupazione può consolidare la congiuntura e offrire quella tranquillità necessaria agli investitori per veder ancora crescere il P/E.

Quarto indicatore: la dinamica degli utili (EPS Momentum)

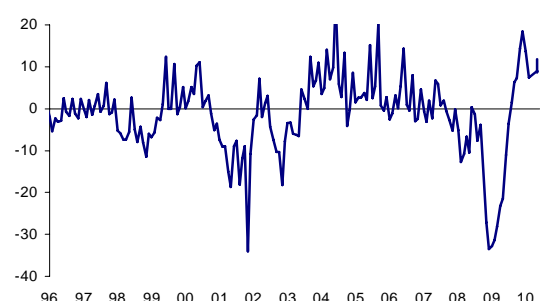
L'EPS Momentum ha rialzato la testa, in virtù di risultati delle trimestrali oltre ogni più rosea previsione. La sostanza però non cambia, l'EPS Momentum ha raggiunto il suo apice e rispetto ai massimi di qualche mese fa può solo peggiorare. Le stime degli utili saliranno ancora nel breve, ma il mercato ha ampiamente scontato questa tendenza.

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

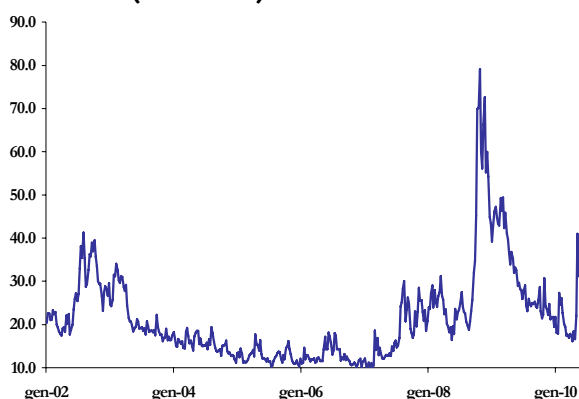


Fonte: Nomura



Quinto indicatore: il sentimento

Indice VIX (volatilità) sul CBOE

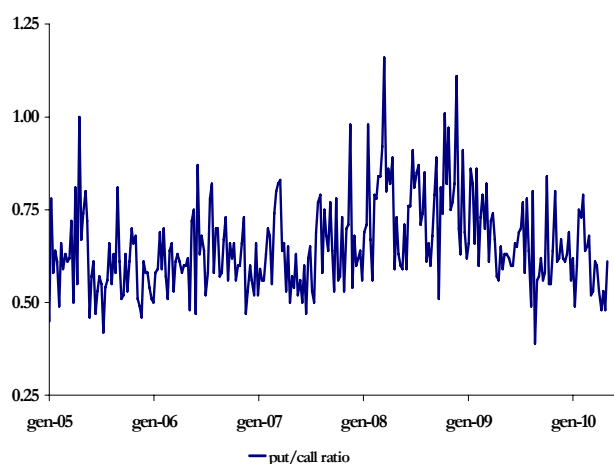


Fonte: Bloomberg

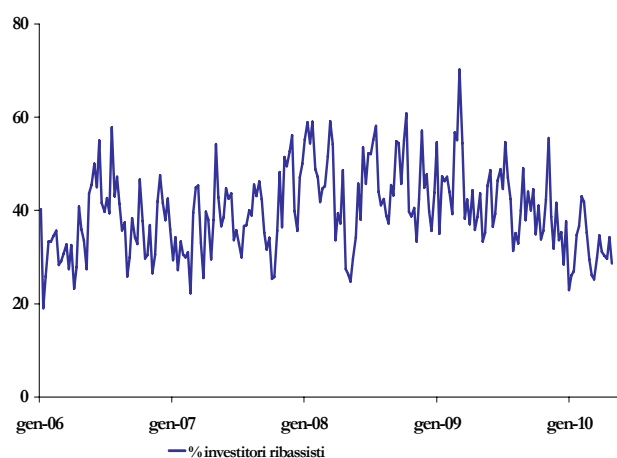
La volatilità è tornata a impennarsi, a causa della crisi greca. Siamo coscienti che ogni accadimento negativo possa provocare un aumento della volatilità, in quanto gli investitori si sono dimostrati nelle ultime sedute alquanto nervosi.

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



Il put/call ratio è salito leggermente, mentre la percentuale di investitori ribassisti è scesa. Questa apparente contraddizione è lo specchio fedele dell'attuale momento di indecisione degli investitori.

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.