



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. 3 – marzo 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 ribasso	consolidamento	-	+
Consumer confidence (USA)	crollo	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 discesa	stabile		
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 ribasso		+	-
Bear ratio	al ribasso			

Strategia d'investimento

Malgrado un periodo di dati macroeconomici soft, riusciamo a cogliere segnali importanti di stabilizzazione dell'economia mondiale. Il dato cruciale per la nostra analisi resta la disoccupazione statunitense. L'economia a stelle e strisce non riesce ancora a creare posti di lavoro, ma il numero delle assunzioni a tempo parziale, indica che le aziende faticano a tenere il livello attuale di produzione con le maestranze a disposizione. Quest'andamento si tradurrà nei prossimi mesi in una riduzione della disoccupazione, come da copione classico di ripresa economica. Storicamente questo significa che la domanda interna può sostenere la congiuntura e a sua volta creare nuova occupazione.

I tassi di riferimento resteranno bassi per molto tempo, e sulla parte lunga della curva dovremo assistere a un aumento dei rendimenti, dovuto principalmente ai timidi segnali di ripresa della congiuntura e all'alto indebitamento degli stati. Quindi le curve dei rendimenti resteranno ripide più a lungo di quanto inizialmente prevedibile. Da parte nostra continuiamo a preferire la parte corta della curva sui governativi, aspettiamo rendimenti attorno al 3.5% per l'area euro e al 4% per quella dollaro per tornare acquirenti sul lungo. Nel segmento corporate le occasioni d'investimento si fanno sempre più rare, per cui consigliamo di prestare attenzione alle singole opportunità.

Rincuorate dalle parole dei responsabili delle banche centrali che propendono per la continuazione della politica dei tassi d'interessi bassi, gli indici borsistici sono tornati vicino ai massimi fatti registrare all'inizio dell'anno. Gli indicatori di sentimento (VIX e Bears) cominciano a segnalare troppo positivism. Ci attendiamo un movimento di consolidamento, con singole opportunità d'investimento sui nostri nomi preferiti che vanno opportunisticamente sfruttate. Sull'indice S&P 500 possiamo ipotizzare una forchetta di oscillazione tra i 1020 e i 1200 punti, sorretta da multipli di valutazione interessanti, alla luce della grande disciplina delle aziende nel creare cash flow.

Il dollaro si trova in una fascia di consolidamento tra 1.3400 e 1.3800 (Eur/usd) e tra 1.0600 e 1.0900 (Usd/chf). Sembra che l'Eur/usd abbia o stia trovando un fondo temporaneo in area 1.3450 e che il mercato sia già oltremodo posizionato short per i soliti problemi legati ai deficit della Grecia e di altri paesi europei. Fintanto che restiamo però sotto la zona tra 1.3750 e 1.3800 lo scenario rimane negativo per la moneta unica europea. Continua il trend positivo per le due corone nordiche. L'obiettivo a medio termine sia per l'Eur/nok (8.00) che per l'Eur/sek (9.70) è stato raggiunto. La strategia di acquistarli su ogni ribasso è stata ancora quella pagante. Ogni debolezza delle due corone rappresenta ancora un'opportunità per impostare operazioni di investimento a medio termine. Tra le divise emergenti preferiamo ancora il Rublo russo, il Ron (Leu rumeno) e la Lira turca che rappresentano un'alternativa interessante, grazie al sempre notevole differenziale di tasso di interesse.



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:

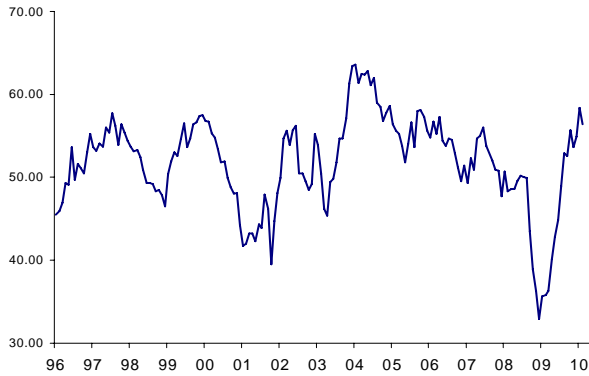
- fortemente sovraponderare = 😊😊
- sovraponderare = 😊
- neutrale = ☹️
- sottoponderare = ☹️
- fortemente sottoponderare = ☹️☹️



Cambiamento rispetto alla situazione precedente : ↑ → ↓

Primo indicatore: la congiuntura

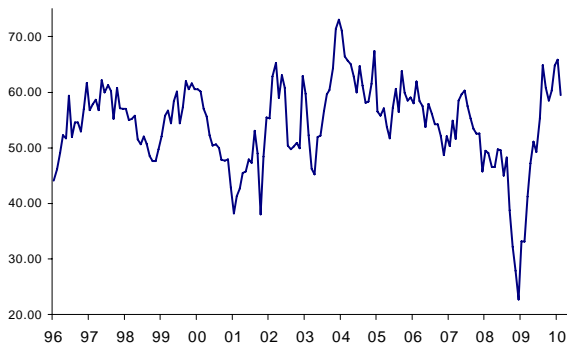
USA: ISM Index



Fonte: Bloomberg

L'indice ISM (inchiesta sulle prospettive economiche effettuata tra i direttori agli acquisti statunitensi) è uscito leggermente sotto le aspettative, ma su livelli elevati. Il settore manifatturiero è sempre sorretto dalla necessità di ricostruire le scorte, almeno fino a metà anno. La produzione e i nuovi ordini hanno registrato un valore minore rispetto al mese precedente, ma in forte rialzo la componente occupazione, al livello più alto dall'inizio del 2005. Questo dato fa sperare in una crescita dell'occupazione che possa sfociare in una ripresa autonoma della domanda.

USA: ISM Index – Componente nuovi ordini

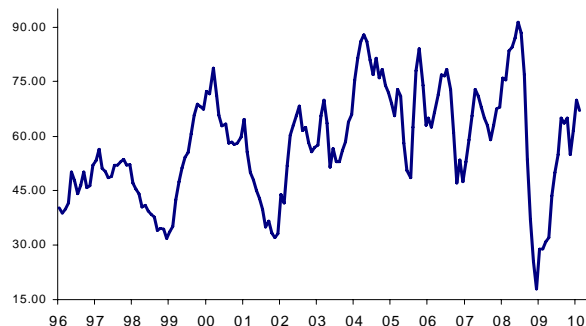


Fonte: Bloomberg

Secondo le correlazioni del passato tra l'indice generale e l'andamento economico, il valore dell'indice generale nei primi 2 mesi dell'anno corrisponde addirittura a una crescita del PIL statunitense dell'5.2%.

I nuovi ordini sono scesi da livelli elevati, ma le società hanno registrato un aumento dei tempi di consegna con la possibilità di colli di bottiglia.

USA: ISM Index - Componente prezzi

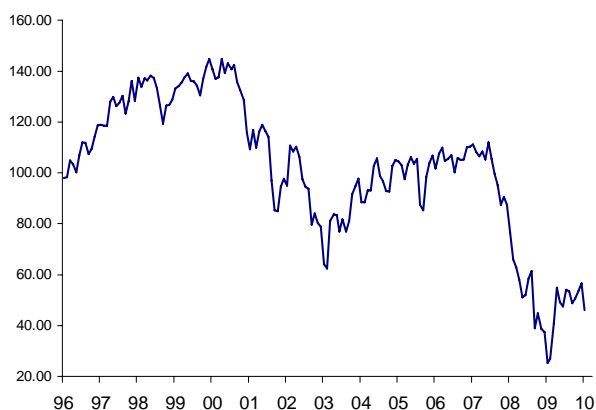


Fonte: Bloomberg

La componente prezzi è scesa leggermente in sintonia con la diminuzione dei prezzi delle materie prime. I costi del materiale sono saliti da metà 2009, ma difficilmente si tradurranno in inflazione, in quanto le società non hanno per il momento la possibilità di ribaltare sul cliente finale questo aumento.



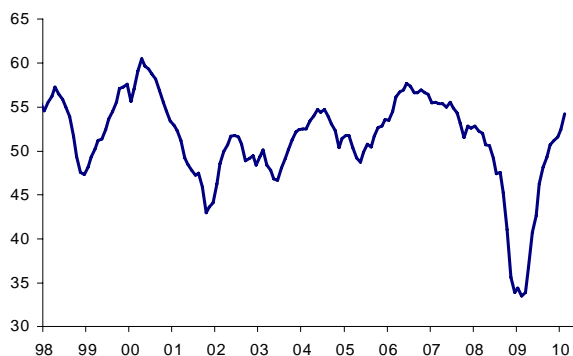
USA: Fiducia del consumatore



Fonte: Bloomberg

L'indice sulla fiducia del consumatore è crollato nel corso del mese, tuttavia non confermato dalle altre inchieste dello stesso tipo. Cionondimeno il messaggio è da interpretare come un atto d'impazienza delle economie domestiche di fronte ai limitati miglioramenti sull'occupazione. La componente aspettative che aveva sorretto l'indice negli ultimi mesi è scesa fortemente, mentre la situazione attuale langue sui minimi. Siamo convinti che nei prossimi mesi dal fronte dell'occupazione avremo quei miglioramenti che seppur non eclatanti, sapranno ridare fiducia al consumatore.

Eurolandia: PMI Index



Fonte: Reuters

Gli ultimi dati macroeconomici usciti in Europa indicano un momento di stanca nella congiuntura. Da tempo consideriamo l'Europa l'anello debole dell'economia mondiale. Problemi strutturali, aumento del peso pensionistico, parte dell'industria ancora su attività esposte alla concorrenza dei paesi emergenti, alti deficit e indebitamenti governativi non permettono ai paesi europei di lottare con efficacia contro la disoccupazione, con la crescita economica che dipende sempre dalle esportazioni.

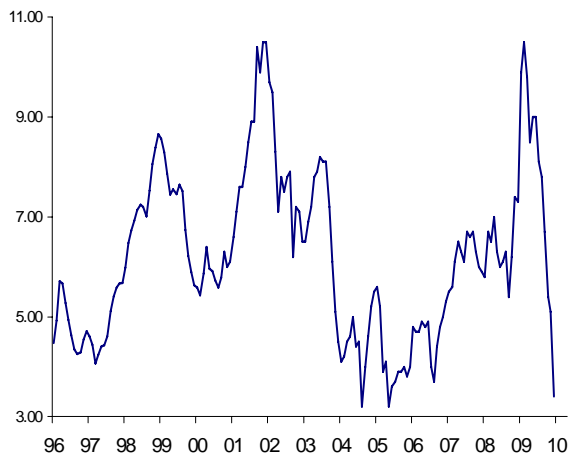
Prospettive sulla crescita economica

Malgrado un periodo di dati macroeconomici soft, riusciamo a cogliere segnali importanti di stabilizzazione dell'economia mondiale. Il dato cruciale per la nostra analisi resta la disoccupazione statunitense. L'economia a stelle e strisce non riesce ancora a creare posti di lavoro, ma il numero delle assunzioni a tempo parziale, indica che le aziende faticano a tenere il livello attuale di produzione con le maestranze a disposizione. Quest'andamento si tradurrà nei prossimi mesi in una riduzione della disoccupazione, come da copione classico di ripresa economica. Storicamente questo significa che la domanda interna può sostenere la congiuntura e a sua volta creare nuova occupazione. Questo andamento sarà lento, ma aumenterà la fiducia delle economie domestiche e delle aziende nei confronti della ripresa economica. Il rischio di questo scenario è rappresentato dall'incapacità dell'economia di sfruttare il ciclo attuale delle scorte per attuare una ripresa dell'occupazione. Questo porterebbe la congiuntura a languire su tassi di crescita infimi.

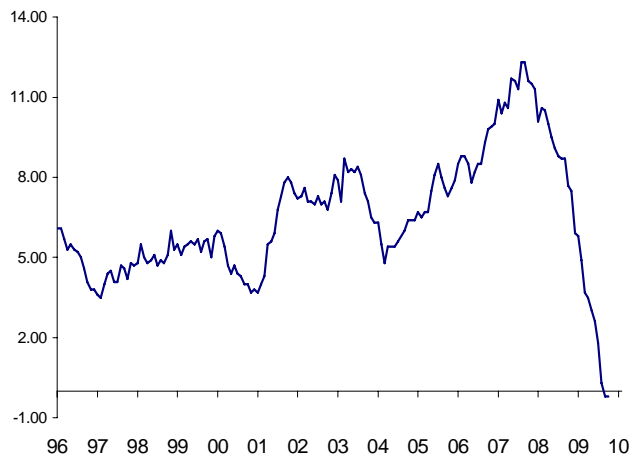
Secondo indicatore: condizioni monetarie

A) Massa monetaria

USA: M2 (crescita annuale)



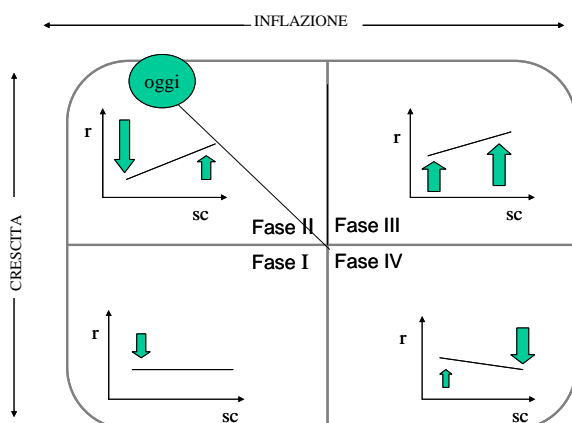
Eurolandia: ECB M3 (crescita annuale)



Fonte: Bloomberg

Negli ultimi mesi i depositi delle banche presso la BCE sono rimasti sostanzialmente agli stessi livelli, lasciando la base monetaria vicina ai massimi dello scorso giugno. Sfortunatamente non possiamo cogliere alcun segnale che questa abbondante liquidità abbia un impatto significativo sull'economia. La massa monetaria M3 si è ripresa solo marginalmente dalla contrazione registrata in gennaio e rimane chiaramente in un trend ribassista. Ancora più preoccupante l'andamento dei prestiti ai privati che ha registrato una diminuzione dello 0.6%. Fortunatamente in ripresa i prestiti alle economie domestiche, ma più sottoforma di debiti ipotecari che di finanziamento al consumo.

B) Scenario economico e Yield curve

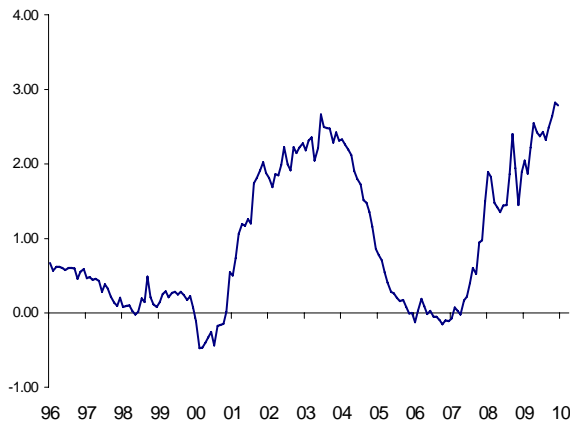


Restiamo convinti che l'inflazione non rappresenterà il problema dei prossimi mesi. La crescita economica, al di fuori dei paesi emergenti sarà anemica e la disponibilità di capitale e risorse umane non creeranno problemi di surriscaldamento del mercato del lavoro. Fintanto che l'enorme liquidità presente nel sistema non si tradurrà in investimenti, non vediamo focolai inflazionistici.

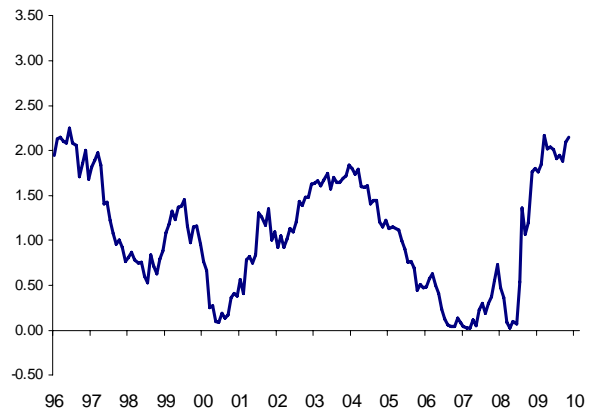
Utilizziamo quest'indicatore, in quanto esiste una chiara relazione tra lo scenario economico, espresso in crescita congiunturale e inflazione, con l'inclinazione della yield curve e l'andamento del mercato azionario. In questo contesto, la yield curve è definita come la differenza tra i rendimenti delle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

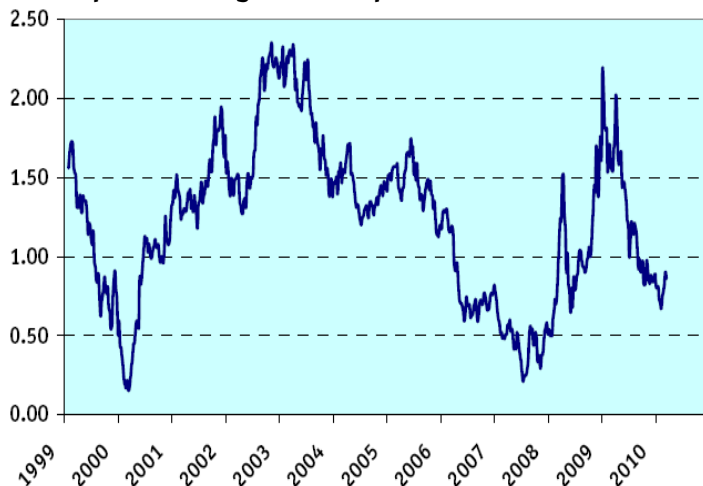


Fonte: Bloomberg

I tassi di riferimento resteranno bassi per molto tempo, come indicato dalle banche centrali, e sulla parte lunga della curva dovremmo assistere a un aumento dei rendimenti, dovuto principalmente ai timidi segnali di ripresa della congiuntura e all'alto indebitamento degli stati. Quindi le curve dei rendimenti resteranno ripide più a lungo di quanto inizialmente prevedibile. Da parte nostra continuiamo a preferire la parte corta della curva sui governativi, aspettiamo rendimenti attorno al 3.5% per l'area euro e al 4% per quella dollaro per tornare acquirenti sul lungo. Nel segmento corporate le occasioni d'investimento si fanno sempre più rare, per cui consigliamo di prestare attenzione alle singole opportunità.

C) Obbligazioni: corporate spread

Credit spread obbligazioni corporate in EUR

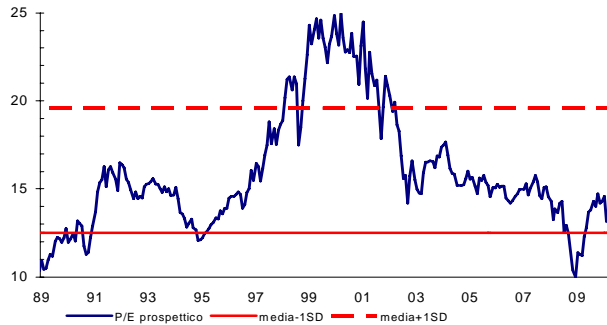


Fonte: Bloomberg

Gli spreads continuano a rimanere su livelli globalmente bassi e gli emittenti hanno problemi a trovare liquidità sul mercato a prezzi ragionevoli, come dimostra l'ondata di nuove emissioni delle ultime ottave. Noi rimaniamo dell'avviso che anche a questi livelli le posizioni corporate vadano mantenute, mentre acquisti fatti selettivamente.

Terzo indicatore: la valutazione dei mercati azionari

USA: P/E prospettico 12 mesi



Europa P/E prospettico 12 mesi



Fonte: Nomura

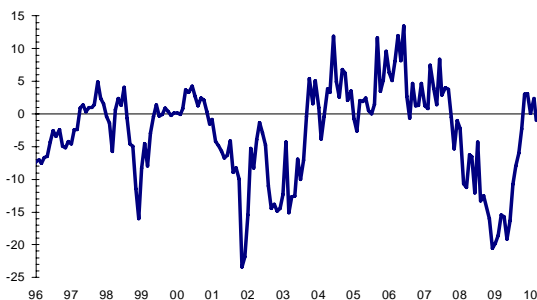
I multipli di valutazione sono risaliti, con la ripresa delle borse. Gli stessi sono attrattivi interessanti in un confronto storico, ma l'investitore resta prudente alla luce delle molte incognite sulla ripresa economica. Senza una diminuzione della disoccupazione, gli investitori continueranno a pretendere un elevato premio di rischio per detenere azioni. Quando nei prossimi mesi l'occupazione comincerà a salire, assisteremo anche a una dilatazione del P/E.

Quarto indicatore: la dinamica degli utili (EPS Momentum)

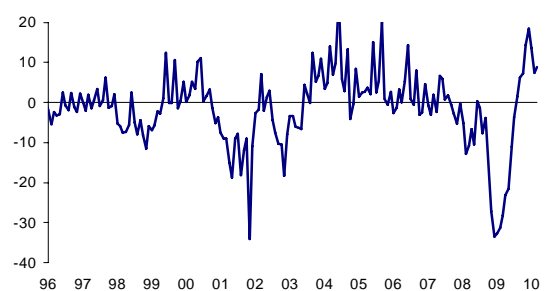
L'EPS Momentum negli Stati Uniti resta positivo ma ha perso la sua dinamicità. Malgrado ottimi risultati trimestrali, le incertezze sull'ampiezza della ripresa congiunturale, mettono l'EPS Momentum in fase di stallo e difficilmente questo indicatore potrà rappresentare un catalizzatore per una nuova fase al rialzo delle borse. Peggiorare la situazione europea, dove, alla luce dei peggiori fondamentali macroeconomici, l'EPS Momentum è addirittura già ricaduto in territorio negativo, sinonimo di taglio delle stime degli utili aziendali.

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

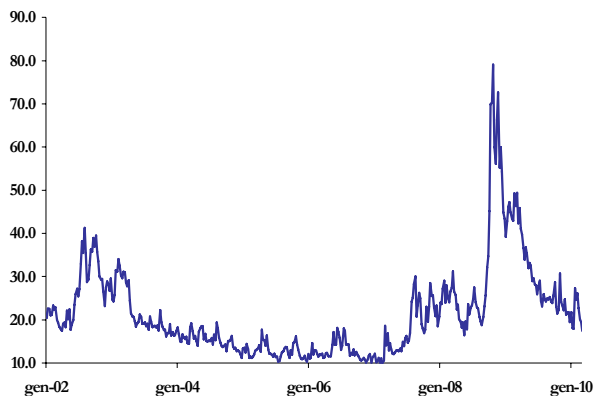


Fonte: Nomura



Quinto indicatore: il sentimento

Indice VIX (volatilità) sul CBOE

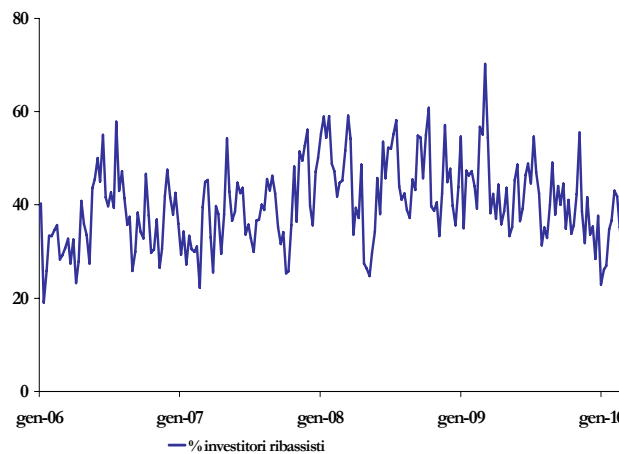
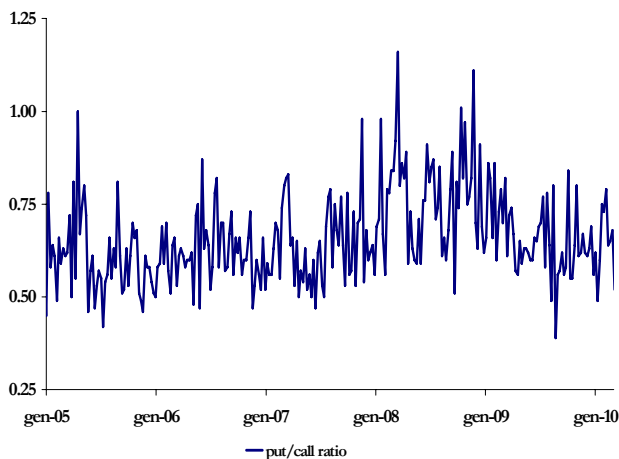


La volatilità è salita fino a 30 per poi ridiscendere velocemente da dove era partita. Crediamo sempre che valori sotto 20 siano compatibili con una situazione generale tranquilla e non con ancora molte incertezze da risolvere come quella attuale. La minima notizia negativa può portare la volatilità al rialzo e provocare un movimento al ribasso delle borse.

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

Il put/call ratio e soprattutto la percentuale di investitori ribassisti si stanno avvicinando ai minimi di inizio anno, da dove è partita la correzione.

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.

