



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)

Bollettino mensile no. 9 – settembre 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
Congiuntura	Ripresa	Crescita moderata
ISM index (USA)	in ripresa	consolidamento
Consumer confidence (USA)	al rialzo	in ripresa
PMI index (Euroland)	in discesa	consolidamento
Condizioni monetarie	Neutrali	Favorevoli
Liquidità (M2/M3)	Miglioramento in EU	
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	negativo
Sentimento	Negativo	
Indice VIX (volatilità)	al ribasso	
Bear ratio	al ribasso	

Strategia d'investimento

Gli ultimi dati sulla congiuntura pubblicati negli Stati Uniti hanno smentito gli scenari più negativi, ridando fiato alla possibilità di rallentamento economico e allontanando il pericolo a breve termine di un ritorno in recessione. Certamente la situazione è delicata, l'aumento dell'occupazione che noi abbiamo messo al centro del nostro scenario di ripresa economica, è più lento del previsto. Tuttavia, la minima creazione di posti di lavoro nel settore privato e l'incremento delle retribuzioni dovrebbero portare a una crescita del consumo privato attorno al 2%, anche in presenza di una riduzione marginale della disoccupazione.

I rendimenti obbligazionari hanno continuato la loro discesa e solo l'affievolirsi delle peggiori paure sulla deflazione e la recessione hanno portato a un minimo storno degli indici obbligazionari. La nostra strategia improntata alle scadenze brevi non ci ha permesso di godere appieno del movimento al rialzo sull'obbligazionario. Crediamo comunque che visto la profondità della discesa dei tassi d'interesse, le scadenze medie (2-5 anni) siano vulnerabili a qualsiasi notizia meno negativa sull'economia e non sia giustificato, da un punto di vista rischio/rendimento, investire su queste scadenze. La parte a lungo della curva dei rendimenti può essere pizzicata tatticamente solo su debolezza. Sul mercato corporate sussistono di tanto in tanto delle opportunità di acquisto interessanti, da valutare con la massima attenzione e nelle giuste proporzioni.

I mercati azionari hanno una valutazione bassa in un confronto storico e scontano in gran parte uno scenario di ritorno in recessione. Siamo convinti che alla luce delle tante incertezze, difficilmente il mercato possa salire sostanzialmente. Crediamo che per il resto dell'anno l'indice S&P 500 si muoverà nella forchetta 1000-1200, salvo eventi che al momento non riusciamo a considerare. Intendiamo aumentare leggermente la quota azionaria strategica (2% per un profilo conservativo, 4% per un bilanciato), investendo principalmente nei paesi emergenti.

Abbiamo preso profitto sulle posizioni dollaro canadese e corona norvegese, anche la moneta svedese è vicina ai nostri obiettivi. Su debolezza ritorneremo sulle corone nordiche che offrono ancora interessanti fondamentali (possibilità di tassi al rialzo, discreta crescita economica e conti pubblici in relativo migliori). Sul dollaro abbiamo una posizione sintetica che ci porta lunghi attorno 1.31 contro euro. Per i profili franco svizzero, l'esposizione all'euro è penalizzante. Le quotazioni sono estreme, per cui su nuova debolezza andremo ad arrotondare la quota euro. Le nostre convinzioni a medio termine restano la lira turca, il rublo e le valute asiatiche (in questo momento dollaro di Taiwan e won coreano, alla luce della forza dello loro congiuntura e dell'ottimo stato delle finanze pubbliche).



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 svedese, ron, Taiwan e won coreano

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

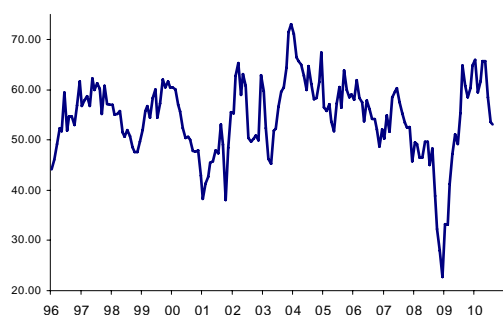
USA: ISM Index



Fonte: Bloomberg

L'indice ISM (inchiesta sulle prospettive economiche effettuata tra i direttori agli acquisti statunitensi) è rimbalzato ad agosto, dopo alcuni mesi di consolidamento. Il dato è risultato ampiamente sopra le aspettative, grazie all'aumento delle componenti produzione e occupazione. Di conseguenza si allontana lo spettro di un ritorno in recessione e prende quota il nostro scenario di rallentamento dell'economia americana attorno al 2% nella seconda parte dell'anno.

USA: ISM Index – Componente nuovi ordini

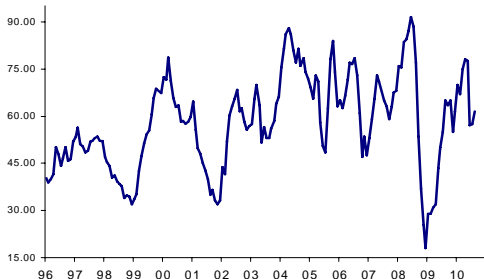


Fonte: Bloomberg

Secondo le correlazioni del passato tra l'indice generale e l'andamento economico, il valore dell'indice generale nei primi 8 mesi dell'anno corrisponde a una crescita del PIL statunitense del 5.3%.

Tuttavia, i nuovi ordini crescono a un ritmo sempre minore, il più basso dal giugno 2009, e confermano la nostra ipotesi di una congiuntura americana più debole nella seconda parte dell'anno, con la produzione industriale che si adatterà ai livelli minori della domanda.

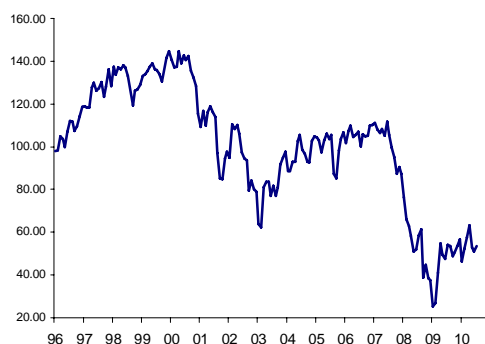
USA: ISM Index - Componente prezzi



Fonte: Bloomberg

L'indice dei prezzi è salito leggermente. In prospettiva non crediamo che le quotazioni delle materie prime possano salire tanto da compromettere la redditività delle aziende, comunque sempre attente a sperimentare nuovi sistemi produttivi, al fine di risparmiare energia o utilizzare meno o nuovi materiali.

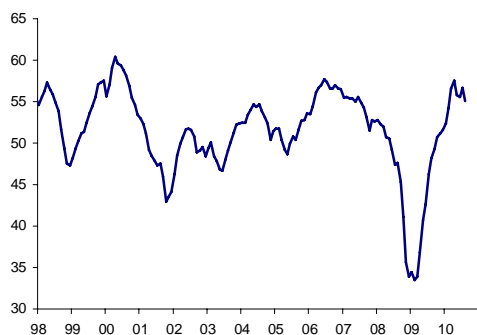
USA: Fiducia del consumatore



Fonte: Bloomberg

L'indice sulla fiducia del consumatore si è mosso dai minimi degli ultimi 5 mesi, ma resta su livelli modesti. Il rallentamento economico e la tormentata ripresa dell'occupazione sono all'origine di questo andamento. In prospettiva, grazie alla lenta ma costante creazione di posti di lavoro e all'aumento delle retribuzioni, il consumo privato, pur non offrendo tassi di crescita spettacolari, continuerà nel suo moderato incremento.

Eurolandia: PMI Index



Fonte: Bloomberg

Il PMI europeo è sceso, dopo avere mostrato una forza per certi versi sorprendente nella prima parte dell'estate. Particolarmente sottotono i paesi con la peggior competitività, quali Spagna e Italia, mentre in risalita la Francia e ancora su alti livelli la Germania.

Il dato è in sintonia con il rallentamento dell'attività industriale da noi previsto, soprattutto alla luce della probabile riduzione delle esportazioni (la componente export è scesa ad agosto a 54.4 rispetto al 58.8 di marzo).

Prospettive sulla crescita economica

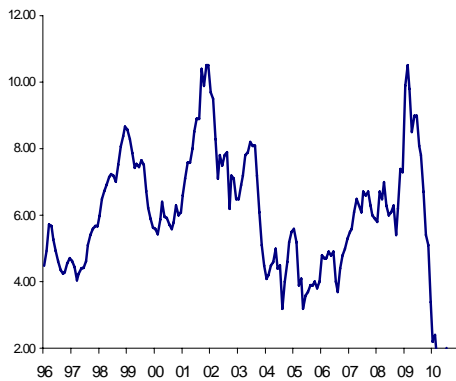
Nel mese di agosto abbiamo assistito a un ribilanciamento tra i dati pubblicati in Europa e quelli negli Stati Uniti. Siamo stati sorpresi dalla forza degli indici precursori del Vecchio continente in luglio, ma il mese successivo ha portato dati migliori per gli Stati Uniti. Quest'ultimi seppure non brillanti in assoluto, hanno smentito gli scenari più negativi, ridando fiato alla possibilità di rallentamento economico e allontanando il pericolo a breve termine di un ritorno in recessione. Certamente la situazione è delicata, l'aumento dell'occupazione che noi abbiamo messo al centro del nostro scenario di ripresa economica, è più lento del previsto. Tuttavia, la creazione di posti di lavoro nel settore privato è comunque stata mediamente di 78'000 unità negli ultimi 3 mesi, corroborata da un incremento nominale delle retribuzioni del 3.5%. Di conseguenza, dovremmo assistere a una crescita del consumo privato attorno al 2%, anche in presenza di una riduzione per ora marginale della disoccupazione.

Più florida la situazione nei paesi emergenti, dove lo sviluppo strutturale ha confermato tassi di crescita del PIL mediamente dell'8-10% nel secondo trimestre, al di sopra delle previsioni. L'interscambio tra i questi paesi sta aumentando, diminuendo nel contempo la dipendenza dai mercati occidentali. Questo processo porterà a medio termine a una maggiore stabilità dell'economia mondiale.

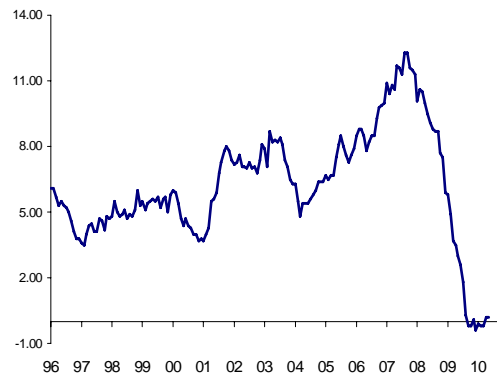
Secondo indicatore: condizioni monetarie

A) Massa monetaria

USA: M2 (crescita annuale)



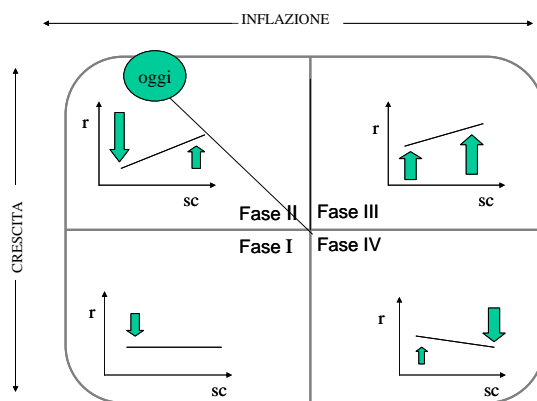
Eurolandia: ECB M3 (crescita annuale)



Fonte: Bloomberg

La massa monetaria europea M3 continua la sua lenta ripresa, attestata al 0.2% su base annua. Da segnalare come gradualmente il ciclo del credito stia acquisendo forza. I prestiti al settore privato (ex-banche) sono cresciuti dello 0.9% contro 0.5% del mese precedente. Questa tendenza è da monitorare, in quanto solo se i meccanismi di trasmissione tra crescita monetaria e credito funzionano, la crescita economica può riprendere quota.

B) Scenario economico e Yield curve

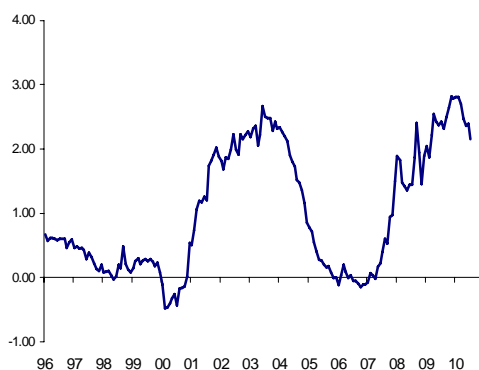


Tiene banco nelle ultime settimane il tema della deflazione. Ancora una volta i timori di una fiammata dell'inflazione, a causa dell'immensa immissione di liquidità nel sistema finanziario, sono caduti nel dimenticatoio, in quanto la stampa di moneta non è sfociata con un'esplosione del credito. In risposta la Fed ha annunciato di voler continuare la politica degli acquisti di obbligazioni governative a lungo termine, al fine di facilitare il rifinanziamento delle ipoteche a tassi minori, così da creare risparmi per incentivare il consumo privato. Tutto questo ha portato a una riduzione dei rendimenti a lungo termine, ben al di sotto in Europa dei minimi, registrati durante la crisi finanziaria.

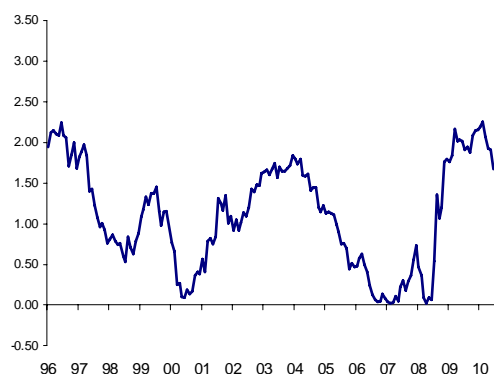
Utilizziamo quest'indicatore, in quanto esiste una chiara relazione tra lo scenario economico, espresso in crescita congiunturale e inflazione, con l'inclinazione della yield curve e l'andamento del mercato azionario. In questo contesto, la yield curve è definita come la differenza tra i rendimenti delle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

Nelle ultime sedute, il rialzo dei rendimenti sulla parte lunga della curva ha rallentato il movimento di flattening della struttura. È probabile che la fase attuale sia solo un momento intermedio e che la curva possa tornare ad appiattirsi. Crediamo che le scadenze medie (2-5 anni) siano vulnerabili a qualsiasi notizia meno negativa sull'economia e non sia giustificato, da un punto di vista rischio/rendimento, investire su queste scadenze. Rimaniamo marcatamente sovra pesati sul corto. La parte a lungo della curva dei rendimenti può essere pizzicata tatticamente solo su debolezza.

C) Obbligazioni: corporate spread

Credit spread obbligazioni corporate in EUR



Fonte: Bloomberg

Durante l'ultimo mese, complice anche un atteggiamento apatico del mercato, non si sono registrati movimenti particolari sugli indici globali degli corporate spreads. Reiteriamo il nostro approccio costruttivo al rischio credito, specie se di natura differente da quella finanziaria, con la raccomandazione di accumulare posizioni soprattutto sugli emittenti che hanno denotato allargamenti irrazionali.

Terzo indicatore: la valutazione dei mercati azionari

USA: P/E prospettico 12 mesi



Europa: P/E prospettico 12 mesi



Fonte: Nomura

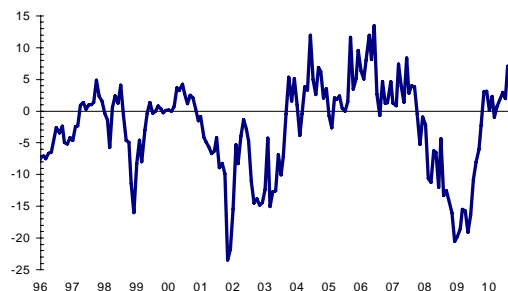
I multipli di valutazione restano sotto pressione, troppi punti interrogativi sono aperti su congiuntura, finanze pubbliche e crescita degli utili. A questi livelli di P/E, crediamo che un miglioramento, anche se non la risoluzione, di una di queste incertezze possa portare a una dilazione dei multipli di valutazione e a un movimento al rialzo sulle borse, in quanto il negativismo scontato dai mercati finanziari (azioni e obbligazioni governative) è alto.

Quarto indicatore: la dinamica degli utili (EPS Momentum)

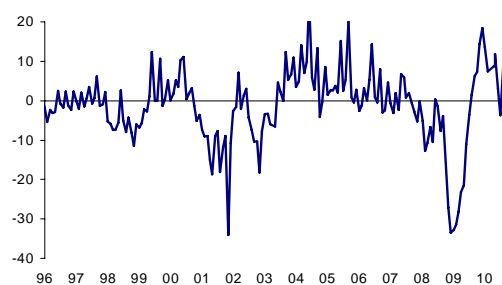
Una volta che gli analisti hanno ultimato il rialzo delle stime degli utili, a seguito delle ottime trimestrali, l'attenzione è tornata sull'impatto che il rallentamento economico avrà sui profitti e l'EPS momentum è ritornato vicino allo zero. Ribadiamo la nostra posizione: gli utili societari sono troppo elevati e dovranno essere ridotti. Qualche importante azienda è uscita allo scoperto e ha annunciato previsioni al ribasso sugli utili del trimestre corrente. A noi ci appaiono alte soprattutto le stime per il 2011 che rappresentano negli Stati Uniti un nuovo record storico. Benché siamo convinti che le società abbiano lavorato bene negli ultimi anni e continueranno a farlo anche in futuro, crediamo che una riduzione del 5-7% nelle stime degli utili sia necessaria.

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

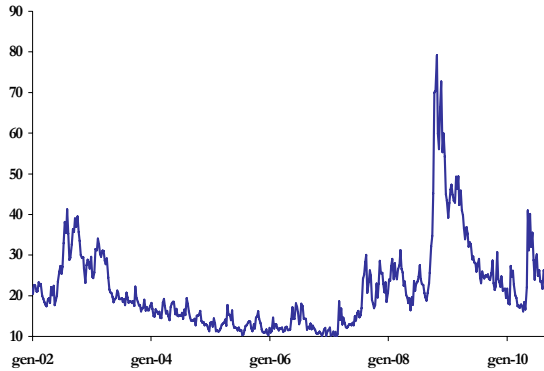


Fonte: Nomura



Quinto indicatore: il sentimento

Indice VIX (volatilità) sul CBOE

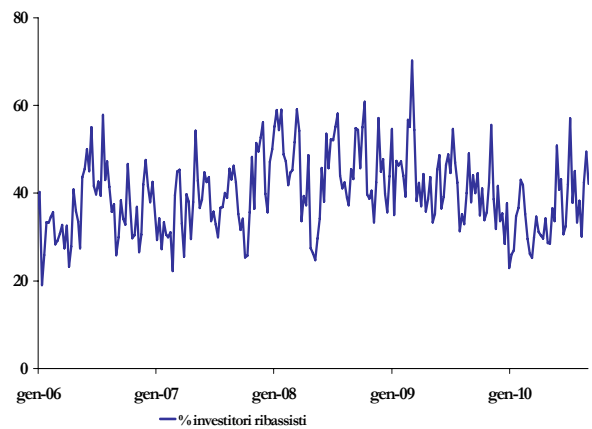
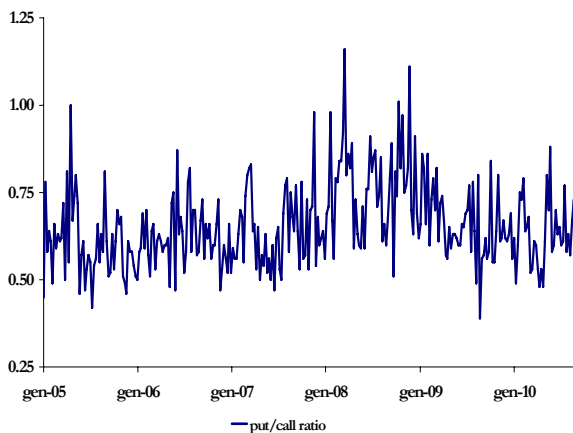


Durante l'ultimo mese la volatilità è dapprima salita e poi è scesa, in relazione inversa con i movimenti delle borse. Tenuto conto delle incertezze su congiuntura e utili societari crediamo che difficilmente la volatilità potrà infrangere stabilmente la barriera di 20 che rappresenta il massimo della forchetta di oscillazione prima del 2008.

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

Sia il put/call ratio che la percentuale di investitori ribassisti sono in posizione sostanzialmente neutrale probabilmente a sottolineare il momento di indecisione da parte 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.