



BANCA DEL SEMPIONE
SIMPLON BANK
BANQUE DU SIMPLON



Strategia d'investimento

- Indicatori dell'Asset Allocation
- Strategia d'investimento
(asset classes, valute, duration obbligatorie)

Bollettino mensile no. 12 – dicembre 2011
A cura dell'Ufficio Ricerca e Analisi



STRATEGIA D'INVESTIMENTO

Indicatori dell'asset allocation

Indicatore	Situazione attuale	Aspettative tra 3 mesi
Congiuntura	Debole	Crescita moderata
ISM index (USA)	rialzo	consolidamento
Consumer confidence (USA)	rimbalzo	in ripresa
PMI index (Euroland)	ribasso	consolidamento
Condizioni monetarie	Neutrali	Neutrali
Liquidità (M2/M3)	neutrale	crescita debole
Yield curve	stabile	movimento laterale
Corporate spread	legg. diminuzione	in discesa
Valutazione azioni	Attrattiva	
P/E	attrattivo	
Earnings yield gap	sottovalutato	
Dinamica degli utili	In discesa	Stabilizzazione
EPS momentum	consolidamento	consolidamento
Sentimento	Neutro	
Indice VIX (volatilità)	al rialzo	
Bear ratio	al rialzo	

Strategia d'investimento

Stati Uniti sorprendentemente in un momento congiunturale positivo. Europa, o almeno le nazioni più deboli prossimamente in recessione e incertezze sullo sviluppo economico nei paesi emergenti. Questo è il riassunto stringato che ben fotografa la situazione mondiale. La discesa della disoccupazione sentenziata dal dato pubblicato a inizio dicembre, al di là di possibili distorsioni statistiche, conferma quanto si stava osservando negli indicatori precursori negli scorsi mesi (ma anche nei jobless claims) e certifica che oltre oceano, l'economia sta crescendo, non da ultimo grazie agli enormi sforzi della Federal Reserve. I programmi di austerità azzopperanno la crescita in Europa, ma esagerate ci appaiono le preoccupazioni degli investitori sull'andamento congiunturale in Asia. Lungi da noi considerare la possibilità di decoupling rispetto all'andamento dell'economia mondiale, ma le autorità dei paesi asiatici hanno tutti i mezzi per poter intraprendere una politica fiscale a sostegno delle loro economie e passare, come ha già fatto l'Indonesia, da una politica monetaria restrittiva a una più espansiva.

Sull'obbligazionario non abbiamo cambiato la nostra visione che predilige duration corte. Le banche centrali non avranno margine di manovra rialzista in materia di tassi. L'inflazione non rappresenterà una fonte particolare di preoccupazione e il debito corporate va preferito, con un'elevata e attenta diversificazione, a quello governativo.

IL P/E dei mercati azionari soprattutto in Europa resta sotto pressione, in quanto gli investitori richiedono un premio di rischio elevato per detenere azioni. Nel prossimo futuro i multipli di valutazione potrebbero salire se l'Europa riuscirà a presentare un piano credibile per risolvere la problematica del debito sovrano. La valutazione è quindi di supporto alle azioni e le stime degli utili sono state riviste al ribasso, soprattutto in Europa e in Asia, a livelli credibili, compatibili con una debole recessione europea. Dopo il rimbalzo non è consigliabile rincorrere il mercato, è meglio attendere momenti di tensione per accumulare su debolezza. Preferite l'Europa e l'Asia.

Visto l'andamento dei cambi di questi tempi, continuiamo a mantenere un'esposizione valutaria dei tre portafogli molto bassa. Solo contro la moneta elvetica diversifichiamo maggiormente, con una quota euro del 19%. Per tutte e tre le diversificazioni manteniamo in portafoglio un'esposizione contro la lira turca del 5%. In aggiunta sono state aperte piccole posizioni in corone norvegesi (2%) e rubli (2%). Difficile interpretare il trend dell'eur/usd, in quanto dall'inizio dell'anno le oscillazioni sono relativamente moderate. Inoltre anche il dollaro ha i suoi problemi da risolvere. In questo momento sicuramente il dollaro offre più sicurezza alla luce delle problematiche del debito sovrano europeo.



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	😊	→

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

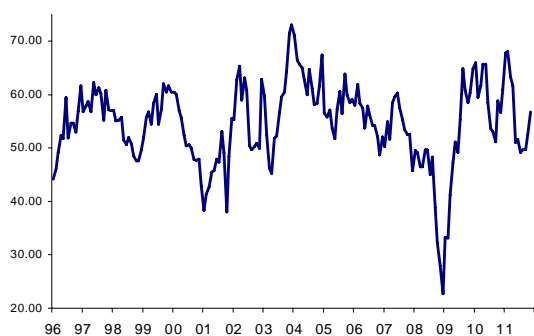
USA: ISM Index



Fonte: Bloomberg

L'indice ISM (inchiesta sulle prospettive economiche effettuata tra i direttori agli acquisti statunitensi) è risultato in aumento e sopra le aspettative. Rispetto al mese precedente ha registrato un incremento di quasi 2 punti, allontanandosi dalla fatidica soglia di 50, spartiacque tra crescita e contrazione dell'attività manifatturiera. Gli intervistati si sono dichiarati preoccupati per la situazione europea, ma più costruttivi sui prossimi mesi, sulla base della discesa dei prezzi delle materie prime e il discreto livello dei nuovi ordini.

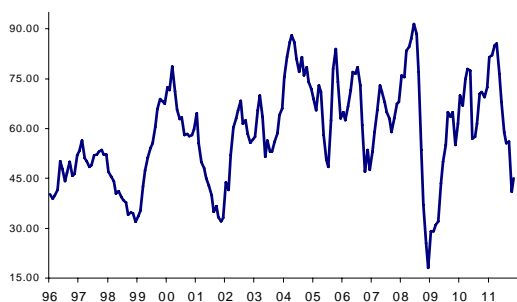
USA: ISM Index – Componente nuovi ordini



Fonte: Bloomberg

Per il secondo mese consecutivo la componente nuovi ordini è salita, aumentando in totale di 7 punti, un incremento notevole che segnala come in mezzo a mille difficoltà, la congiuntura americana stia vivendo un momento interessante, soprattutto se confrontata a quella europea.

USA: ISM Index - Componente prezzi



Fonte: Bloomberg

La componente prezzi è salita, dopo mesi di discesa, in un movimento fisiologico, ma è importante sottolineare come le quotazioni delle materie prime siano scese.

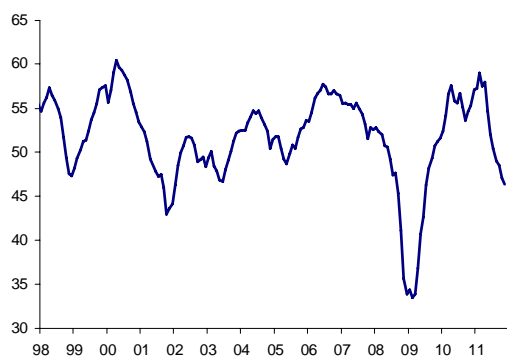
USA: Fiducia del consumatore



Fonte: Bloomberg

La fiducia del consumatore ha avuto un rimbalzo corposo, dopo aver toccato il mese scorso i minimi da marzo 2009. Il balzo di 15 punti è attribuibile alla visione meno pessimistica che gli americani hanno sul loro futuro professionale e sul livello delle loro retribuzioni. Il rimbalzo rappresenta il movimento maggiore da aprile 2003. Il dato, al di là della bassa base di comparazione, è in sintonia con altri usciti recentemente e anche con l'andamento nelle vendite al dettaglio degli ultimi mesi.

Eurolandia: PMI Index



Fonte: Bloomberg

Il segno dei tempi è ottimamente rappresentato dal dato di novembre del PMI manifatturiero della zona euro che è ulteriormente sceso a confronto del suo omologo statunitense in ascesa. La crisi in Europa è lampante e il dato conferma le difficoltà della congiuntura europea e la possibilità di recessione ormai prevista da più parti.

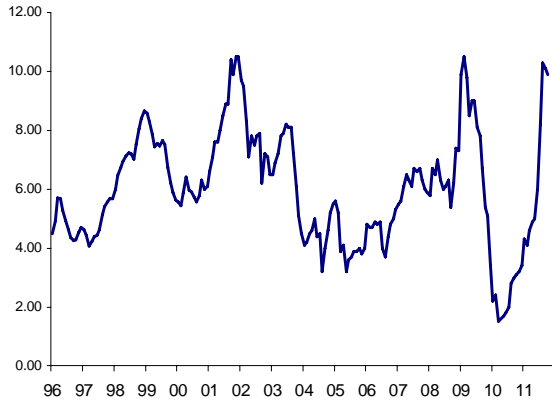
Prospettive sulla crescita economica

Stati Uniti sorprendentemente in un momento congiunturale positivo. Europa, o almeno le nazioni più deboli prossimamente in recessione e incertezze sullo sviluppo economico nei paesi emergenti. Questo è il riassunto stringato che ben fotografa la situazione mondiale. La discesa della disoccupazione sentenziata dal dato pubblicato a inizio dicembre, al di là di possibili distorsioni statistiche, conferma quanto si stava osservando negli indicatori precursori negli scorsi mesi (ma anche nei jobless claims) e certifica come oltre oceano, l'economia sta crescendo, non da ultimo grazie agli enormi sforzi della Federal Reserve. I programmi di austerità azzopperanno la crescita in Europa, ma esagerate ci appaiono le preoccupazioni degli investitori sull'andamento congiunturale in Asia. Lungi da noi considerare la possibilità di decoupling rispetto all'andamento dell'economia mondiale, ma le autorità dei paesi asiatici hanno tutti i mezzi per poter intraprendere una politica fiscale a sostegno delle loro economie e passare, come ha già fatto l'Indonesia, da una politica monetaria restrittiva a una più espansiva.

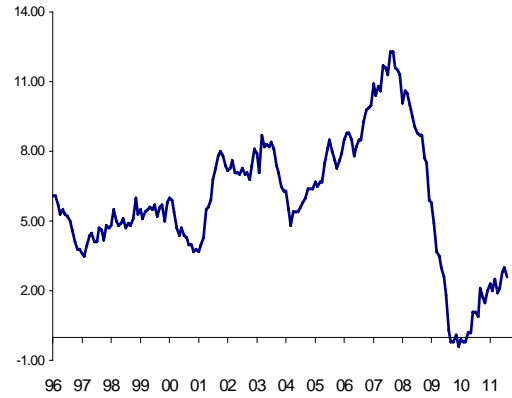
Secondo indicatore: condizioni monetarie

A) Massa monetaria

USA: M2 (crescita annuale)



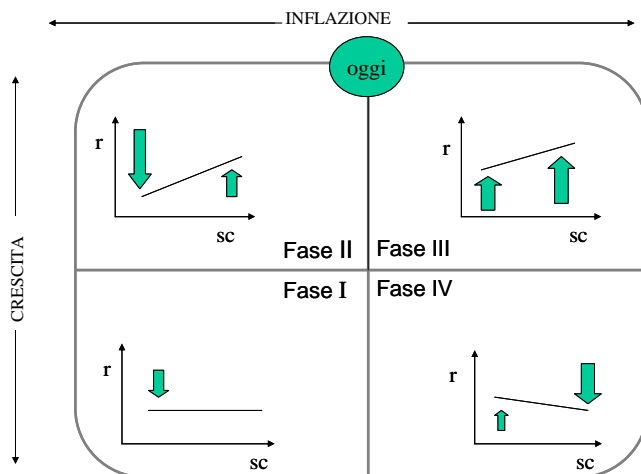
Eurolandia: ECB M3 (crescita annuale)



Fonte: Bloomberg

La crescita della massa monetaria è scesa dal 3% in settembre al 2.6%. Meglio, la variabile in questo momento più importante per il funzionamento dell'economia: la crescita dei prestiti alle economie domestiche e alle aziende che è aumentata del 2.7% su base annua. Speriamo, visto le difficoltà riscontrate sul campo che le banche vengano facilitate nell'espletare la loro funzione di elargire credito.

B) Scenario economico e Yield curve

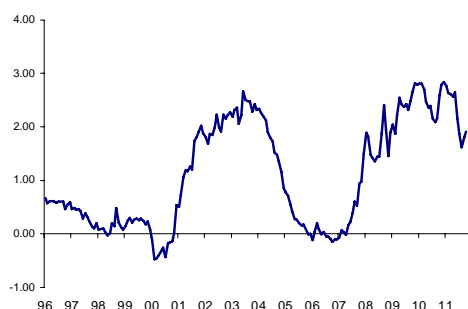


In questo momento l'inflazione è uno degli ultimi problemi per l'economia e per gli investitori, soprattutto in Europa. L'enorme liquidità messa a disposizione dalle banche centrali di tutto il mondo non sarà un pericolo per l'inflazione, fintanto che questa non si traduce in un aumento sfrenato dei prestiti.

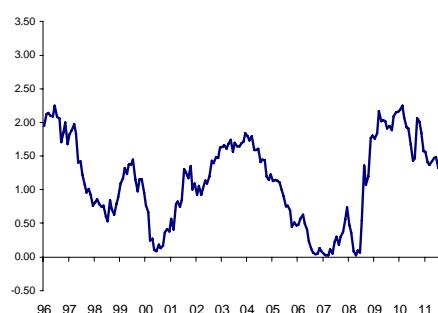
Utilizziamo quest'indicatore, in quanto esiste una chiara relazione tra lo scenario economico, espresso in crescita congiunturale e inflazione, con l'inclinazione della yield curve e l'andamento del mercato azionario. In questo contesto, la yield curve è definita come la differenza tra i rendimenti delle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

A livello strategico non abbiamo cambiato la nostra visione. Le banche centrali non avranno margine di manovra rialzista in materia di tassi. L'inflazione non rappresenterà, come precedentemente detto, una fonte particolare di preoccupazione il debito corporate va preferito, con un'elevata e attenta diversificazione, a quello governativo.

C) Obbligazioni: corporate spread

Credit spread obbligazioni corporate in EUR



Fonte: Bloomberg

Il differenziale di rendimento è ritornato in area 200 punti base, i livelli toccati durante il credit crunch del 2009 e della crisi del 2002/03.

A queste condizioni riteniamo che selettivamente il debito corporate possa rappresentare un'interessante opportunità d'accumulo a medio periodo.

Terzo indicatore: la valutazione dei mercati azionari

USA: P/E prospettico 12 mesi



Europa: P/E prospettico 12 mesi



Fonte: Nomura

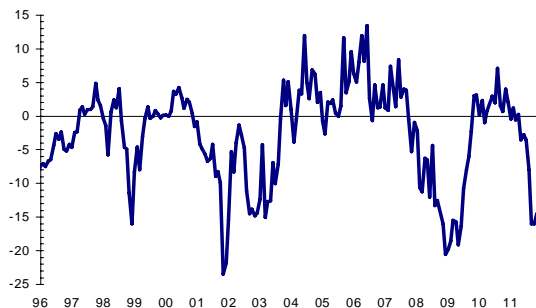
I multipli di valutazione sono rimasti costanti sul mese, in quanto gli indici sono prima scesi e poi sono rimbalzati. IL P/E soprattutto in Europa resta sotto pressione, in quanto gli investitori richiedono un premio di rischio elevato per detenere azioni. Nel prossimo futuro i multipli di valutazione potrebbero salire se l'Europa riuscirà a presentare un piano credibile per risolvere la problematica del debito sovrano.

Quarto indicatore: la dinamica degli utili (EPS Momentum)

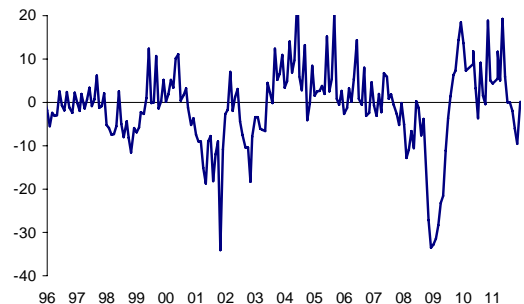
A stagione delle trimestrali quasi conclusa, si può tirare alcune conclusioni: in Europa i risultati sono stati deludenti, mentre negli Stati Uniti più del 70% delle società hanno superato le stime e provocato la ripresa dell'EPS momentum. Attualmente le stime degli utili in Europa sono realistiche, in uno scenario di recessione morbida, mentre dovrebbero essere riviste al ribasso in caso di una contrazione congiunturale più severa. In questo caso anche le stime degli Stati Uniti sarebbero comunque da ritoccare al ribasso, in ragione della elevati percentuali di vendite in Europa di molti gruppi statunitensi.

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

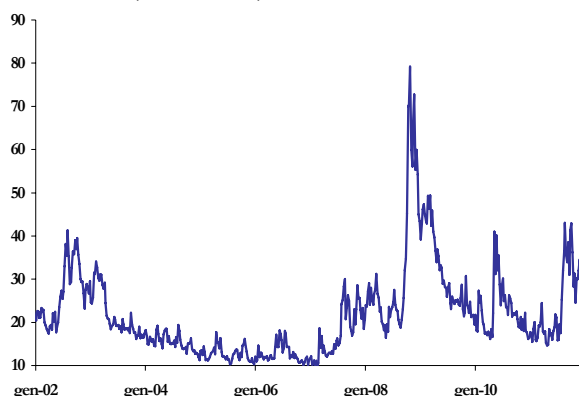


Fonte: Nomura



Quinto indicatore: il sentimento

Indice VIX (volatilità) sul CBOE

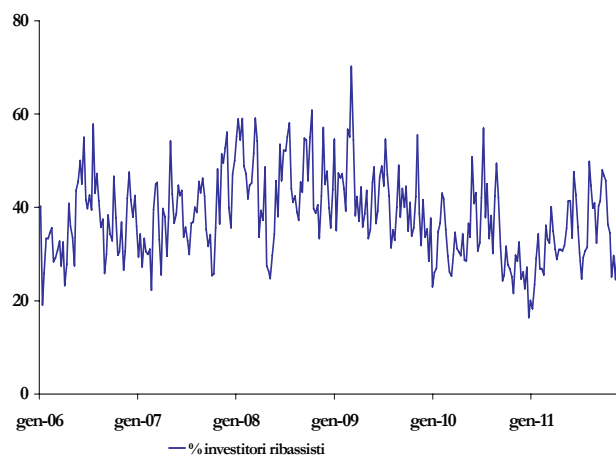
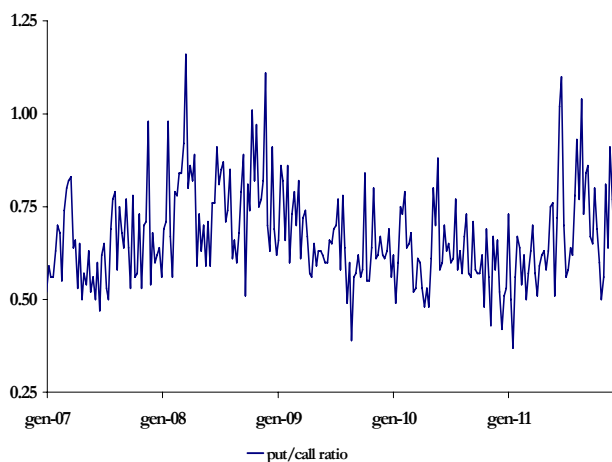


L'indice VIX è tornato a salire verso quota 40 che negli ultimi mesi ha rappresentato il livello di negatività più alto, per poi scendere con il realizzarsi del rimbalzo sulle borse. Nel prossimo futuro, la volatilità è destinata a segnalare il nervosismo dei mercati.

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 è salita a livelli interessanti, ma non eccessivi. Di conseguenza, non possiamo ancora utilizzare il messaggio portato da questo indicatore.

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.