



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)

Copyright immagini: Alfa Romeo Automobilità Storico, Centro Documentazione (Arese, Milano)



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)	in aumento	in ripresa		
PMI index (Euroland)	in ripresa	consolidamento		
Condizioni monetarie	Favorevoli	Favorevoli		
Liquidità (M2/M3)	contrazione 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 rialzo		+	-
Bear ratio	al rialzo			

Strategia d'investimento

Paradossalmente, mentre la ripresa dell'economia americana sta guadagnando in concretezza, il timore di un'eccessiva stretta creditizia in Cina e in altri paesi emergenti e i problemi di deficit/indebitamento in Europa hanno gettato nuove ombre sulla forza della ripresa congiunturale. Da parte nostra non siamo eccessivamente preoccupati di un possibile deragliamento dell'economia mondiale. Lo schema della ripresa negli Stati Uniti sta assumendo connotazioni tipiche. L'ultimo rapporto mensile sulla disoccupazione non ha mostrato un incremento dei posti fissi, ma comunque v'è da registrare un aumento delle ore lavorate e delle assunzioni a tempo parziale.

Le turbolenze sui mercati finanziari hanno toccato anche il reddito fisso. Il decennale in euro si è mosso a ridosso del 3% e tatticamente prendiamo profitto. Rimaniamo convinti che ritorni dei rendimenti superiori (3.5% per l'area euro e 4% per quella dollaro) siano un'opportunità per rientrare. Per il momento, non pensiamo che Fed e BCE abbiano molto margine per applicare l'exit strategy di cui ultimamente si ricomincia a sentir parlare. Reiteriamo comunque la nostra raccomandazione di evitare la parte centrale della curva dei rendimenti, segnatamente con emissioni governative di stati ritenuti safe. Nell'ambito corporate rimane valido il concetto di accumulare su debolezza ma con attenta selettività.

Nella seconda parte di gennaio le borse hanno iniziato a correggere e dimostrato vulnerabilità. L'analisi tecnica, di particolare aiuto nei momenti di turbolenza, ci indica un supporto attorno ai 1020 sull'indice S&P 500. A quei livelli, si aprono finestre di valore, sulla base di multipli di valutazione di 3-4 punti più bassi del recente passato e utili aziendali prospettici in crescita. Questi livelli rappresentano zone di accumulo, soprattutto per chi è particolarmente scarico in azioni. In linea con la nostra filosofia d'investimento, diamo comunque massima attenzione al rischio. Sui portafogli abbiamo aumentato la nostra copertura in opzioni sugli indici, finanziandola con vendite di opzioni out of the money su singoli titoli che consideriamo interessanti.

Il dollaro statunitense è stato favorito dalla debolezza dell'euro, amplificata dalla problematica indebitamento degli Stati della zona mediterranea. In prospettiva non possiamo escludere la continuazione del movimento rialzista del dollaro, probabilmente dopo uno storno. Continuiamo a puntare sulle corone nordiche, con quella svedese che al momento si lascia preferire, dopo l'interessante rialzo di quella norvegese (da accumulare su debolezza), in quanto la banca centrale svedese dovrebbe iniziare prima di quella europea la sua politica restrittiva. Per quanto riguarda le divise emergenti continuiamo a guardare con favore Rublo e Ron rumeno e, da ultimo, segnaliamo il buon movimento della lira turca aiutato dal recente aumento di rating nei confronti del paese.



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

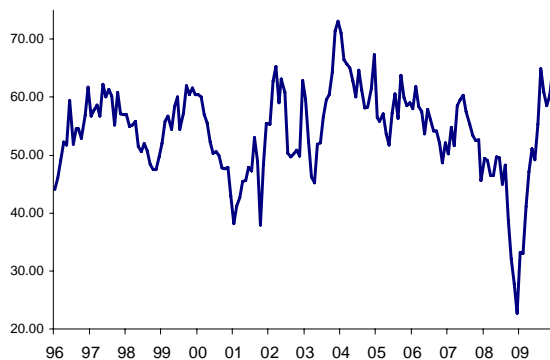
USA: ISM Index



L'indice ISM (inchiesta sulle prospettive economiche effettuata tra i direttori agli acquisti statunitensi) ha registrato un balzo dai livelli, già espansionistici del mese precedente. Il livello delle scorte rimane il fattore principale per spiegare questo andamento. Non potendo più permettersi di tagliarle, a causa del livello minimo raggiunto, le aziende sono costrette a ricostruire il loro magazzino, anche per rispondere alla timida ripresa della domanda che si sta manifestando. L'indice generale ha raggiunto valori che fanno pensare a una possibile contrazione nei mesi a venire.

Fonte: Bloomberg

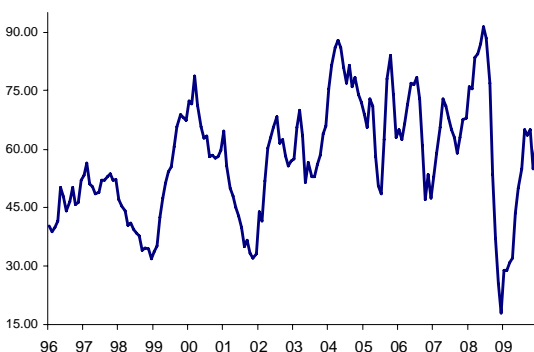
USA: ISM Index – Componente nuovi ordini



Ricordiamo che non bisogna confondere un'inchiesta, come l'ISM, con l'economia reale. L'indice ha un valore storicamente elevato, in quanto è un confronto relativo al mese precedente e non parere in assoluto. All'inizio del 2009 l'attività produttiva era a livelli così depressi che un miglioramento era quasi obbligato. Lentamente questi livelli stanno comunque giustificando un aumento dell'occupazione, dando più stabilità alla congiuntura.

Fonte: Bloomberg

USA: ISM Index - Componente prezzi



I tempi di consegna che si allungano e la necessità di ricostruire le scorte, manterranno alto il valore dei nuovi ordini nei prossimi mesi, aggiungendo nuova concretezza alla crescita economica. La componente prezzi sale, ma non siamo preoccupati di fiammate a corto termine dell'inflazione, in quanto l'aumento delle materie prime è mitigato dalla discesa dei costi unitari del lavoro.

Fonte: Bloomberg



USA: Fiducia del consumatore



Fonte: Bloomberg

L'indice sulla fiducia del consumatore è al livello più alto dal settembre 2008, anche se la ripresa è stata timida rispetto ad altri indicatori. Pensiamo che siamo sulla buona strada, con l'occupazione che tornerà a salire nei prossimi mesi. Fino a oggi l'aumento dell'indice è stato sostenuto dalle aspettative, mentre questo mese anche la componente attuale, la più legata allo sviluppo del consumo reale, si è girata verso l'alto.

Eurolandia: PMI Index



Fonte: Reuters

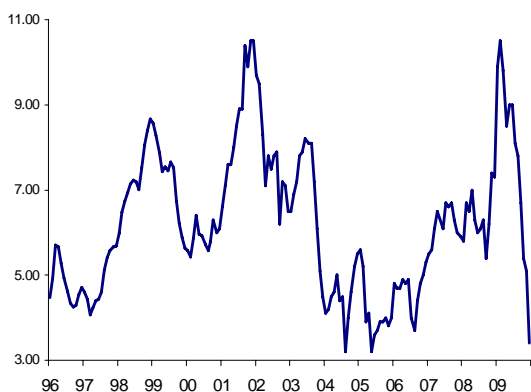
L'indice PMI europeo continua il suo momento positivo, ma non siamo impressionati dai livelli raggiunti. In aggiunta, i problemi sulle finanze pubbliche che hanno toccato la Grecia, si propagano verso altri paesi come Portogallo e più pericolosamente, vista la grandezza della sua economia, verso la Spagna. La necessità, più acuta che altrove di dovere mettere in ordine le finanze pubbliche sarà un nuovo ostacolo alla ripresa dell'economia europea. La domanda interna ne verrà penalizzata e l'occupazione faticherà a scendere.

Prospettive sulla crescita economica

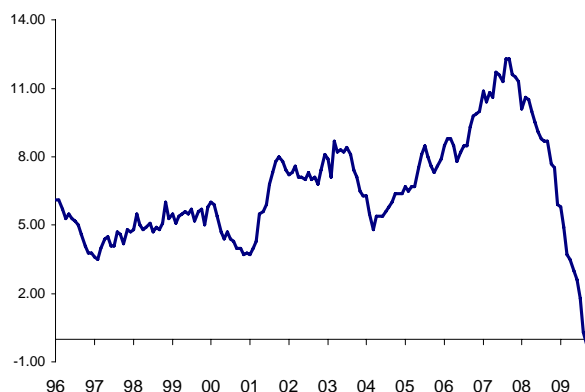
Paradossalmente mentre la ripresa dell'economia americana sta guadagnando in concretezza, il timore di un'eccessiva stretta creditizia in Cina e in altri paesi emergenti e i menzionati problemi di deficit e indebitamento in Europa hanno gettato nuove ombre sulla forza della ripresa congiunturale. Da parte nostra non siamo eccessivamente preoccupati di un possibile deragliamento dell'economia mondiale. Lo schema della ripresa negli Stati Uniti sta assumendo connotazioni tipiche. L'ultimo rapporto mensile sulla disoccupazione non ha mostrato un incremento dei posti fissi, ma comunque v'è da registrare un aumento delle ore lavorate e delle assunzioni a tempo parziale. Questo è il preludio a un aumento dell'occupazione nei mesi a venire. Più difficile è la situazione in Europa che per i motivi che abbiamo evidenziato nel paragrafo precedente, beneficerà solo parzialmente del momento di ripresa congiunturale mondiale. Inoltre crediamo che i paesi emergenti continueranno a sostenere la crescita, in quanto siamo fiduciosi che le autorità monetarie non andranno a strozzare la loro congiuntura, ma riusciranno a gestire il surriscaldamento delle loro economie senza gravi effetti collaterali.

A) Massa monetaria

USA: M2 (crescita annuale)



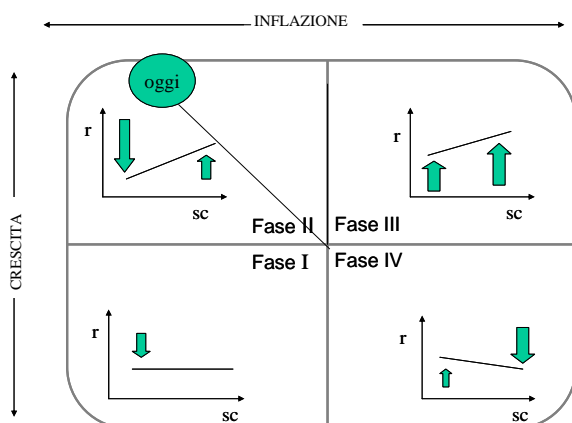
Eurolandia: ECB M3 (crescita annuale)



Fonte: Bloomberg

Malgrado la BCE continui a offrire fondi illimitati alle banche a tasso fisso, questo non trova tangibile influsso sull'economia. La massa monetaria M3 si è contratta anche nel mese di dicembre e i prestiti alle aziende non crescono. Unica nota positiva, l'aumento dei prestiti alle economie domestiche che potrebbe anche rappresentare un fuoco di paglia, alla luce del problema delle finanze pubbliche dei paesi europei e delle ripercussioni sulle attività economica e sull'occupazione. In questo senso sarebbe auspicabile che la BCE non sospenda troppo velocemente il suo supporto straordinario.

B) Scenario economico e Yield curve

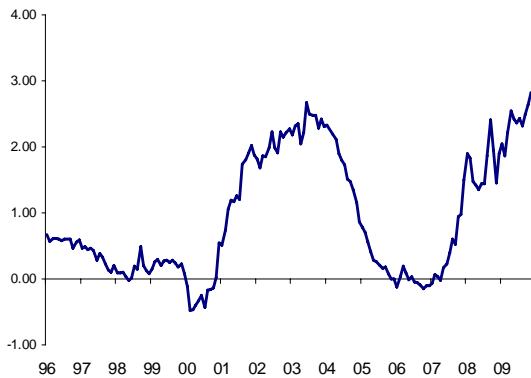


Almeno nei prossimi mesi non ci aspettiamo che il mercato vada a scontare la ripresa dell'inflazione. Malgrado, l'enorme liquidità nel sistema, i prestiti soffrono sia di una domanda anemica che di condizioni nell'erogazione più stringenti. L'enorme disponibilità di capacità produttive e di forza lavoro sono deflazionistiche. I recenti dubbi sulla sostenibilità della ripresa economica, anche se da noi considerati eccessivi, non depongono per un sospensione veloce dalle politiche di quantitative easing. Più preoccupante è il problema di indebitamento che coinvolge praticamente tutto il mondo occidentale ed eserciterà una forza importante al rialzi dei rendimenti dei governativi.

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

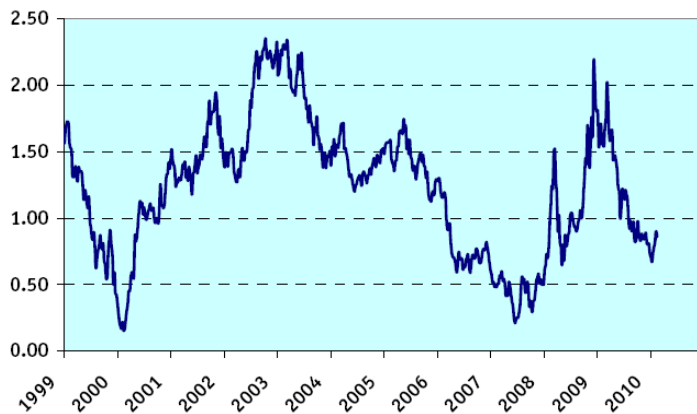


Fonte: Bloomberg

Le turbolenze sui mercati finanziari hanno toccato anche il reddito fisso. Il decennale in euro si è mosso a ridosso del 3% e tatticamente prendiamo profitto. Rimaniamo convinti che ritorni dei rendimenti superiori (3.5% per l'area euro e 4% per quella dollaro) siano un'opportunità per rientrare. Per il momento, non pensiamo che Fed e BCE abbiano molto margine per applicare l'exit stratega di cui ultimamente si ricomincia a sentir parlare. Reiteriamo comunque la nostra raccomandazione di evitare la parte centrale della curva dei rendimenti, segnatamente con emissioni governative di stati ritenuti safe. Nell'ambito corporate rimane valido il concetto di accumulare su debolezza ma con attenta selettività.

C) Obbligazioni: corporate spread

Credit spread obbligazioni corporate in EUR

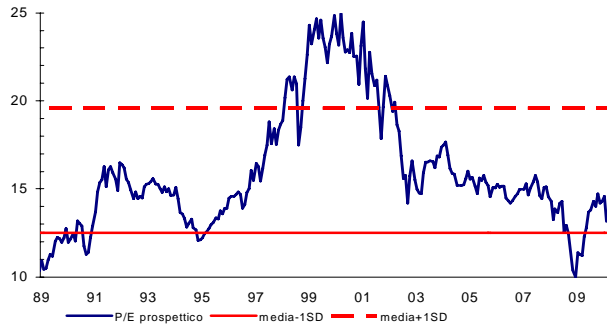


Fonte: Bloomberg

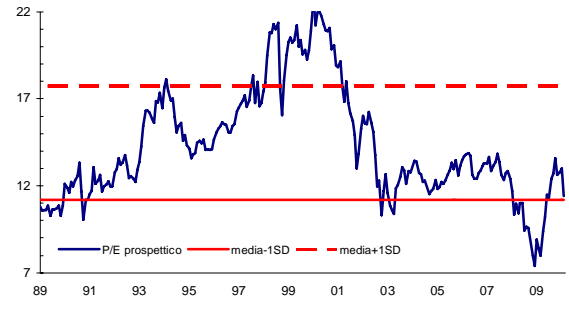
Sporadicamente durante le ultime ottave abbiamo assistito all'allargamento degli spreads su alcuni settori. Questi movimenti vanno monitorati e debolezze marcate vanno usate per incrementare la parte corporate, ma sempre con un'attenta selezione dei debitori.

Terzo indicatore: la valutazione dei mercati azionari

USA: P/E prospettico 12 mesi



Europa P/E prospettico 12 mesi



Fonte: Nomura

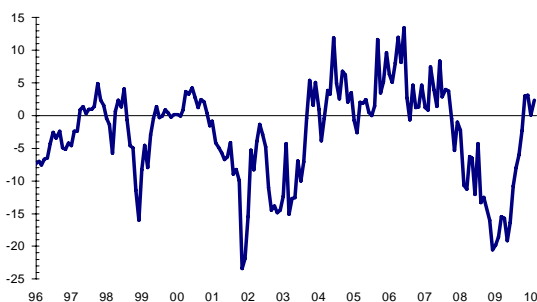
I multipli di valutazione sono scesi soprattutto in Europa, a causa della correzione che sta acquistando sempre più profondità. Con questa discesa i mercati stanno arrivando a livelli dove si aprono finestre di valore. Le incertezze provocate dai piani di Obama per il settore finanziario, la paura di una stretta creditizia in Cina e la problematica dell'indebitamento degli stati aumenta il premio di rischio che gli investitori richiedono per detenere azioni. A meno di un ritorno poco probabile di una crisi finanziaria generalizzata, il premio di rischio tornerà a scendere, favorendo la dilatazione del P/E.

Quarto indicatore: la dinamica degli utili (EPS Momentum)

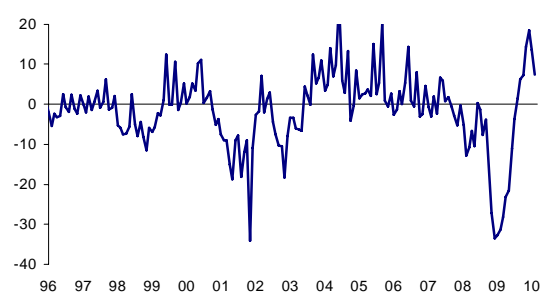
L'EPS Momentum negli Stati Uniti ha raggiunto il suo apice e tenderà nei prossimi mesi a scendere. Alla luce dei timori espressi nel paragrafo precedente, questo andamento potrebbe risultare più profondo di quanto è lecito attendersi attualmente. Ma al di là di movimenti erratici, le società, al di fuori del settore finanziario, hanno lavorato egregiamente negli scorsi anni e sono ora pronte a sfruttare anche una minima ripresa della domanda. Quindi non possiamo considerare in pericolo il trend di crescita degli utili per l'anno in corso, anche se qualche revisione al ribasso potrebbe dimostrarsi 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

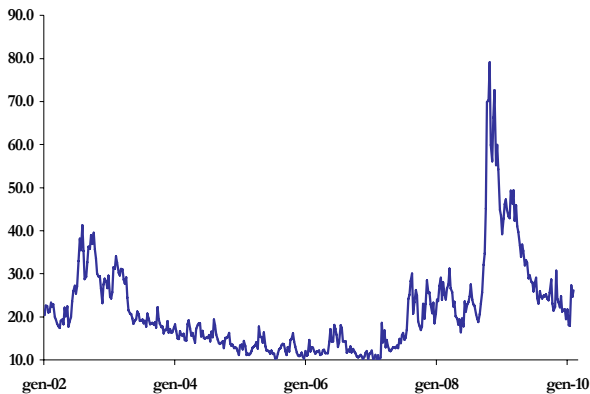


Fonte: Nomura



Quinto indicatore: il sentimento

Indice VIX (volatilità) sul CBOE

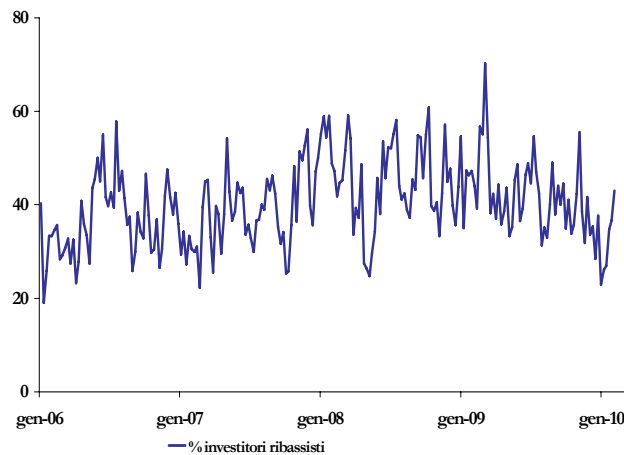
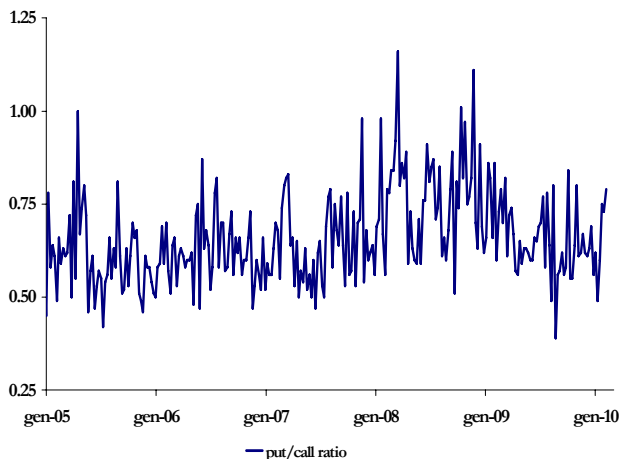


La volatilità come gli altri indicatori di sentimento dimostrano che qualcosa è cambiato. Non ci sembrava possibile il mese scorso che la volatilità potesse restare stabilmente sotto la soglia di 20, in quanto l'uscita da una crisi non è mai lineare. Pensiamo che la stessa possa raggiungere valori attorno a 30, prima di tornare a scendere.

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

Anche gli altri due indicatori di sentimento riflettono in pieno la nuova situazione. In questo momento sono in posizione neutrale e devono salire ancora prima di segnalare una situazione di ipercomprato di medio periodo.

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.

