



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)



# STRATEGIA D'INVESTIMENTO

## Indicatori dell'asset allocation

Indicatore	Situazione attuale	Aspettative tra 3 mesi
<b>Congiuntura</b>	<b>Ripresa</b>	<b>Crescita moderata</b>
ISM index (USA)	in ascesa	consolidamento
Consumer confidence (USA)	rimbalzo	in ripresa
PMI index (Euroland)	in ascesa	consolidamento
<b>Condizioni monetarie</b>	<b>Neutrali</b>	<b>Favorevoli</b>
Liquidità (M2/M3)	debole crescita	
Yield curve	regolare	movimento laterale
Corporate spread	stabile	in crescita
<b>Valutazione azioni</b>	<b>Corretta</b>	
P/E	neutrale	
Earnings yield gap	sottovalutato	
<b>Dinamica degli utili</b>	<b>In rallentamento</b>	<b>In rallentamento</b>
EPS momentum	ripresa	consolidamento
<b>Sentimento</b>	<b>Negativo</b>	
Indice VIX (volatilità)	al ribasso	
Bear ratio	al rialzo	

### Strategia d'investimento

Il momento è decisamente positivo per la congiuntura, con una miriade di dati economici pubblicati che indicano un miglioramento negli Stati Uniti e in Europa, mentre continua la forte crescita economica dei paesi emergenti. La ripresa in atto continuerà per tutto il 2011? Alcuni segnali ci fanno propendere per il sì. L'attuale fase si inserisce in un più ampio movimento di normalizzazione dell'attività economica, dopo la terribile crisi finanziaria del 2008. Ancora una volta la sostenibilità della ripresa congiunturale passa per l'aumento dell'occupazione. Fino a ora il miglioramento congiunturale non ha creato molti posti di lavoro negli Stati Uniti. In quest'ottica, il segnale importante che monitoriamo è il dato sugli initial jobless claims che è risultato nelle ultime settimane costantemente, sotto 450'000 unità. Questo andamento è importante perché storicamente permette all'economia di tornare a creare posti di lavoro.

Anche se strategicamente rimaniamo con duration corte, tatticamente dopo il movimento al rialzo dei rendimenti a lungo consigliamo di accumulare il lungo. La parte centrale della curva resta vulnerabile e sostanzialmente è da evitare. I corporate sono sempre da accumulare, soprattutto se con cedola alta e non di prima qualità. Queste caratteristiche offrono in questo segmento una miglior copertura da possibili perdite di corso.

Il mercato ha avuto un momento di riflessione una volta superati i 1300 punti sull'indice S&P 500, ma la correzione non è arrivato. Il rally sulle azioni è favorito dalla liquidità e dalla mancanza di alternative. Con queste premesse diventa difficile individuare il momento di svolta sulle borse. Consigliamo di coprire, almeno parzialmente, le posizioni in essere tramite strutture di opzioni o in alternativa su singoli movimenti eccessivi prendere profitto. I mercati emergenti hanno sofferto una marcata underperformance rispetto a quelli occidentali, a causa dei timori inflazionistici. Molto è nei prezzi, per cui è auspicabile un aumento del peso in quest'area area, anche a scapito dei titoli dei settori che in occidente hanno più corso.

Sulle valute, siamo costruttivi sulla lira turca, in quanto la recente debolezza, indotta da politiche non convenzionali della banca centrale, è vista come opportunità d'accumulo, in ragione di fondamentali solidi e invariati del paese. Il rublo offre a medio termine ottime opportunità di guadagno, in quanto la congiuntura russa è in accelerazione e il livello delle materie prime favoriscono l'accumulo di riserve. Anche il peso messicano gode di ottimi fondamentali economici che vanno al di là della forte criminalità presente in alcune zone del paese. Da ultimo la corona norvegese appare un tema logoro che ha già offerto molto, per cui su questa moneta consigliamo sono acquisti in momenti di debolezza, in un'ottima di puro trading.



# 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, peso messicano, yuan

## 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 : ↑ → ↓



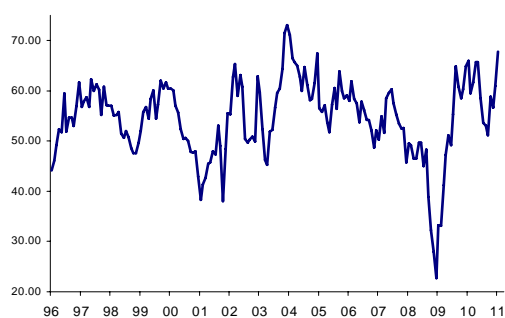
### USA: ISM Index



Fonte: Bloomberg

L'indice ISM (inchiesta sulle prospettive economiche effettuata tra i direttori agli acquisti statunitensi) ha offerto il 18° mese di espansione consecutivo, raggiungendo il livello massimo da maggio 2004. L'accelerazione dell'attività manifatturiera è sottolineata dal fatto che gennaio ha rappresentato il 6° aumento rispetto al mese precedente. Particolarmente forti le componenti nuovi ordini e occupazione. Il dato generale è in sintonia con l'ottimo momento della congiuntura statunitense che promette nel primo trimestre una crescita economica interessante.

### USA: ISM Index – Componente nuovi ordini

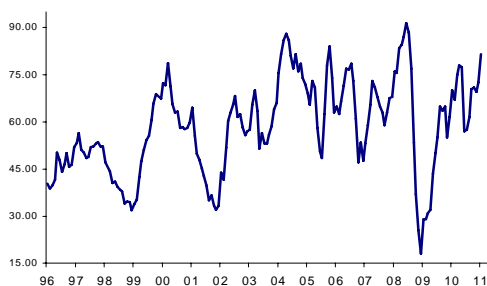


Fonte: Bloomberg

A conferma della nostra tesi, secondo le correlazioni del passato tra l'indice generale e l'andamento economico, il valore dell'indice generale a gennaio corrisponde a una crescita del PIL statunitense del 6.4%.

I nuovi ordini, ai massimi della recente ripresa, sono garanzia di un momento congiunturale positivo nella prima parte dell'anno.

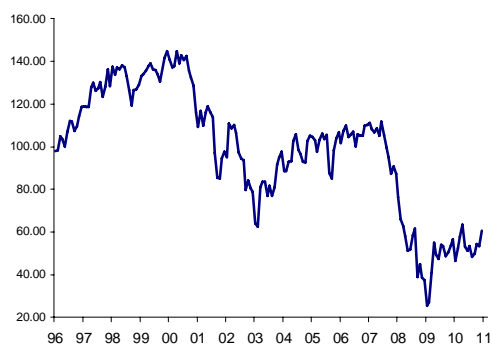
### USA: ISM Index - Componente prezzi



Fonte: Bloomberg

L'indice dei prezzi è salito nuovamente. La ripresa economica globale sta spingendo in alto il prezzo delle materie prime. Le aziende ad alto contenuto delle stesse vedranno i loro margini operativi scendere. D'altra parte l'economia è sbilanciata verso i servizi, dove la variabile determinante è rappresentata dal costo del lavoro che nel mondo occidentale non è destinato a salire. Di conseguenza, l'impatto generale dovrebbe essere limitato.

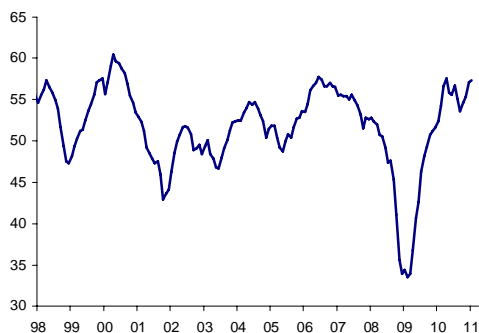
## USA: Fiducia del consumatore



Fonte: Bloomberg

L'ampiezza del balzo dell'indice sulla fiducia del consumatore (+7 punti) non deve impressionare, in quanto è in sintonia con tutta una serie di dati positivi usciti negli ultimi mesi che hanno ridato positivamente alle economie domestiche statunitensi. In particolare, il leggero miglioramento sul mercato del lavoro e la conferma dei tagli fiscali hanno ridato slancio al consumatore. In prospettiva, rimane l'incognita del prezzo degli immobili che dopo una prima fase al rialzo nello scorso anno, fatica a confermarsi in ripresa. Anche il prezzo del petrolio in ascesa dovrebbe limitare il potenziale di crescita del consumo privato.

## Eurolandia: PMI Index



Manifatturiero Fonte: Bloomberg

Anche il PMI manifatturiero della zona euro ha ribadito il discreto momento della congiuntura del Vecchio continente. L'indice ha fatto registrare il valore massimo degli ultimi 9 mesi, trascinato dall'aumento della produzione in Germania. Il contributo delle esportazioni è maggiore di quello del consumo privato, vittima dei piani di austerità dei governi. In prospettiva l'andamento positivo può continuare, se l'euro non torna a rafforzarsi.

## Prospettive sulla crescita economica

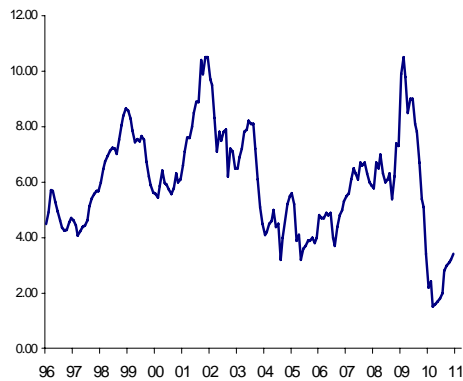
Il momento è decisamente positivo per la congiuntura, con una miriade di dati economici pubblicati che indicano un miglioramento negli Stati Uniti e in Europa, mentre continua la forte crescita economica dei paesi emergenti. La ripresa in atto continuerà anche nel 2011?

Alcuni segnali ci fanno propendere per il sì. L'attuale fase si inserisce in un più ampio movimento di normalizzazione dell'attività economica, dopo la terribile crisi finanziaria del 2008. Ancora una volta la sostenibilità della ripresa congiunturale passa per l'aumento dell'occupazione. Fino a ora il miglioramento congiunturale non ha creato molti posti di lavoro negli Stati Uniti. La crescita della domanda è stata soddisfatta tramite le importazioni, provenienti in particolar modo dall'Asia, favorendo crescita e occupazione in quei paesi. Il segnale importante che monitoriamo è il dato sugli initial jobless claims (prime richieste di sussidio di disoccupazione) che è risultato nelle ultime settimane costantemente, e a volte anche abbondantemente, sotto 450'000 unità. Questo andamento è importante perché storicamente permette all'economia di tornare a creare posti di lavoro, preconditione per aver un'economia che si regga sulle proprie gambe. Più occupazione significa più consumo e, di conseguenza, più investimenti che a loro volta determinano un aumento del tasso di occupazione.

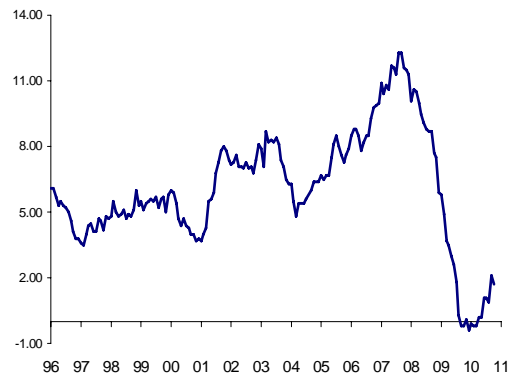
## Secondo indicatore: condizioni monetarie

### A) Massa monetaria

USA: M2 (crescita annuale)



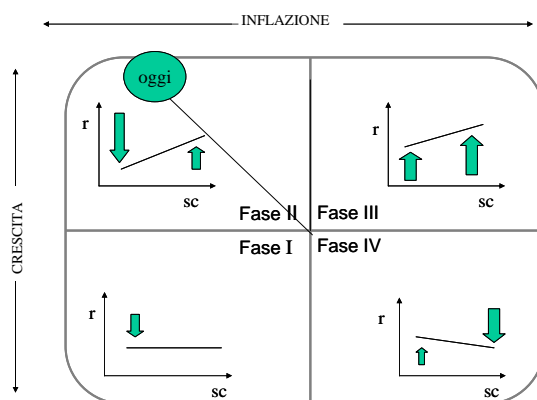
Eurolandia: ECB M3 (crescita annuale)



Fonte: Bloomberg

La crescita della massa monetaria M3 europea e del credito in novembre è diminuita di alcuni punti decimali, anche se a ritmi ridotti, il credito ai privati sta riprendendo vigore (+1.9%). L'accelerazione della congiuntura e l'intenzione delle banche europee quantomeno di non inasprire le condizioni per l'erogazione di credito, dovrebbero garantire una leggera ripresa degli stessi nei prossimi mesi.

### B) Scenario economico e Yield curve

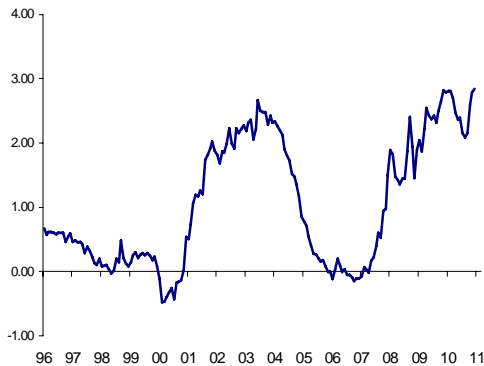


I timori su una ripresa dell'inflazione stanno aumentando, a causa dell'incremento dei corsi delle materie prime. Il problema riguarda principalmente i paesi emergenti, mentre le nazioni d'occidente non hanno risolto ancora completamente il problema della deflazione. Quindi l'inflazione dei paesi emergenti può essere vista come salutare per Stati Uniti ed Europa. Dopotutto il rincaro in questi paesi non può esplodere, con un costo del lavoro che molto difficilmente aumenterà.

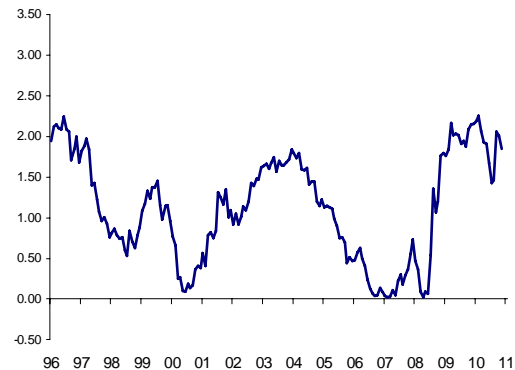
Utilizziamo quest'indicatore, in quanto esiste una chiara relazione tra lo scenario economico, espresso in crescita congiunturale e inflazione, con l'inclinazione della yield curve e l'andamento del mercato azionario. In questo contesto, la yield curve è definita come la differenza tra i rendimenti delle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

Anche se strategicamente rimaniamo con duration corte, tatticamente dopo il movimento al rialzo dei rendimenti a lungo consigliamo di accumulare il lungo. La parte centrale della curva resta vulnerabile e sostanzialmente è da evitare. I corporate sono sempre da accumulare, soprattutto se con cedola alta e non di prima qualità. Queste caratteristiche offrono in questo segmento una miglior copertura da possibili perdite di corso.

## C) Obbligazioni: corporate spread

### Credit spread obbligazioni corporate in EUR



Fonte: Bloomberg

Gli spreads sono rimasti relativamente stabili durante l'ultimo periodo. Noi siamo dell'opinione che bisogna restare esposti al debito societario e approfittare di eventuali allargamenti degli spreads per aumentare le posizioni.

## Terzo indicatore: la valutazione dei mercati azionari

### USA: P/E prospettico 12 mesi



### Europa: P/E prospettico 12 mesi



Fonte: Nomura

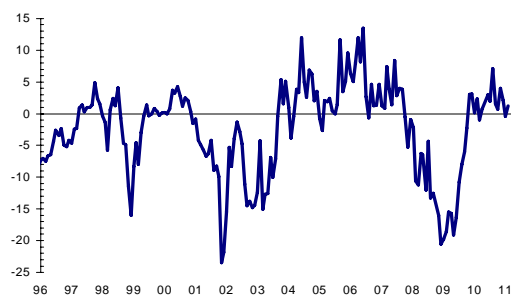
Anche se i mercati azionari hanno continuato nel loro movimento al rialzo, i multipli di valutazione sono rimasti pressoché invariati nell'ultimo mese, in quanto anche le stime degli utili sono aumentate in proporzione. La maggiore tranquillità che ha pervaso la comunità finanziaria, grazie al discreto andamento congiunturale e all'ottima redditività fatta registrare dalle aziende, dovrebbe permettere al P/E di dilatarsi di un centinaio di punti base.

## Quarto indicatore: la dinamica degli utili (EPS Momentum)

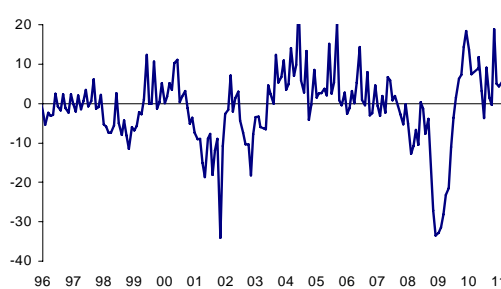
L'accelerazione congiunturale in atto e le ottime pubblicazioni trimestrali da parte delle aziende dovrebbero dare nuova linfa all'EPS Momentum. A fronte di buoni risultati le stime degli utili verranno riviste al rialzo nelle prossime settimane. Tuttavia crediamo che gran parte di questa tendenza sia in gran parte scontata nei prezzi attuali. Anche se non prevediamo un contributo negativo di questa variabile, difficilmente le borse troveranno nuovi impulsi dalla ripresa dell'EPS Momentum.

**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



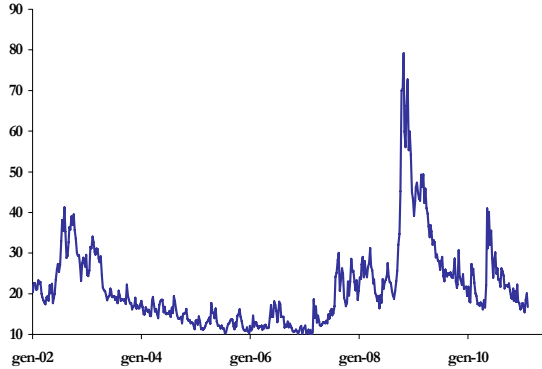
Fonte: Nomura





## Quinto indicatore: il sentimento

### Indice VIX (volatilità) sul CBOE

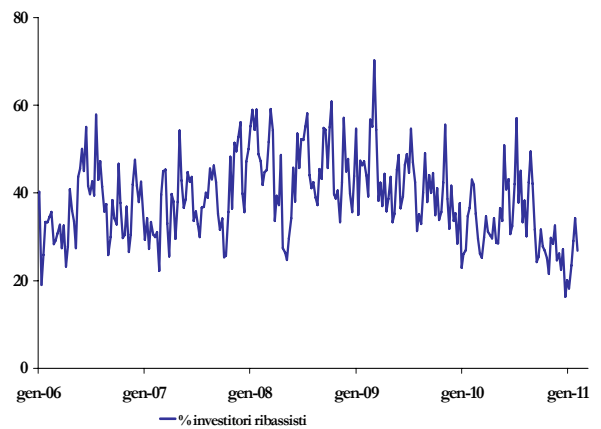
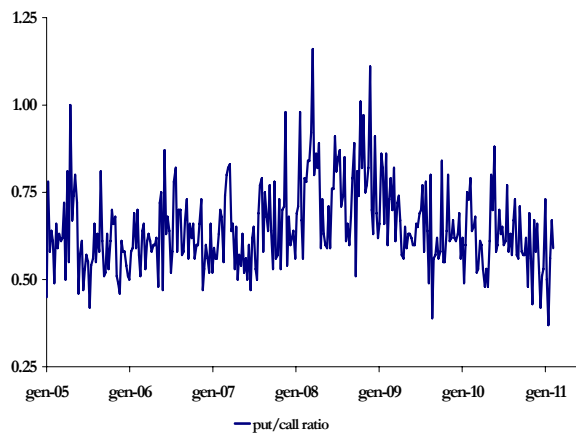


Fonte: Bloomberg

La volatilità è stabilmente sotto quota 18, con puntate anche sui 16. Ancora una volta il mercato non esprime dubbi sulla ripresa economica e sulla redditività delle aziende. Il rischio resta sbilanciato verso un aumento della volatilità.

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

La percentuale di investitori ribassisti dopo aver toccato il minimo degli ultimi anni è salita, curiosamente senza aver portato con se nemmeno un accenno di 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.