



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	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 ribasso		+	-
Bear ratio	sui minimi			

Strategia d'investimento

Le pubblicazioni dei dati economici, malgrado qualche eccezione, ci indicano che la congiuntura si sta gradatamente normalizzando. Punto focale è la ripresa dell'occupazione. Vista la dinamica mostrata dall'economia non siamo molto lontani dal momento in cui si ritornerà negli Stati Uniti a creare posti di lavoro. Questa inversione di tendenza è determinata per permettere alla congiuntura di crescere sulle sue gambe, grazie al circolo virtuoso alimentato dalla maggiore occupazione che genera consumo e a sua volta, attraverso la crescita congiunturale, nuova occupazione.

Non vediamo motivi per cambiare drasticamente la nostra strategia obbligazionaria, la parte a breve della curva dei rendimenti deve essere preferita a quella a medio (2-5 anni), in quanto quest'ultima sarà la prima a patire un cambiamento della politica monetaria delle principali banche centrali. Non ci aspettiamo un rialzo dei tassi a breve, ma anche la sospensione delle misure eccezionali potrebbe causare perdite sulle scadenze a medio termine delle obbligazioni governative. Si può tuttavia iniziare a pizzicare il lungo in dollari, sfruttando il recente movimento di debolezza. Sull'euro questa tendenza non ha preso corpo, per cui per il momento è meglio attendere. Il segmento dei corporate bonds si è ben comportato. Lo spazio di manovra si sta assottigliando, ma sussistono ancora delle interessanti opportunità d'investimento, da cogliere nelle dovute proporzioni e con la massima attenzione.

Senza eccessivi strappi continua tuttavia la tendenza marginalmente positiva delle borse mondiali. Al momento gli indicatori di sentimento ci dicono tuttavia che un forte positivismo regna sui mercati azionari, segno che un consolidamento è molto probabile. Operativamente abbiamo quindi impostato una struttura a copertura dei portafogli azionari a costo zero che, pur vincolandoci in caso di importante salita dei listini, ci offre maggiore tranquillità.

Il dollaro statunitense ha recuperato terreno rispetto ai minimi di qualche settimana fa anche se è difficile al momento interpretarne la tendenza. Abbiamo deciso di sostituire la quota di usd in portafoglio con lo yuan cinese: difficile pensare che questa divisa possa svalutarsi contro usd mentre rimane probabile una sua sensibile rivalutazione anche se i tempi rimangono incerti. Restiamo positivi sulla corona norvegese, in quanto la banca centrale continuerà nella sua politica di rialzo dei tassi guida, aumentandone la remunerazione. 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

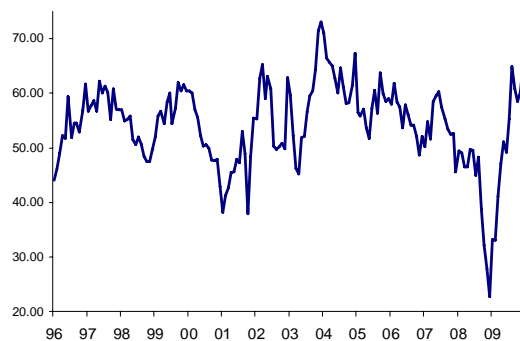
USA: ISM Index



Fonte: Bloomberg

L'indice ISM (inchiesta sulle prospettive economiche effettuata tra i direttori agli acquisti statunitensi) ha fatto registrare il dato più alto dall'aprile 2009, segnalando che il settore manifatturiero è cresciuto negli ultimi 5 mesi. L'andamento è stato favorito da un livello delle scorte eccessivamente basso. Di conseguenza, nuovi ordini e produzione si sono attestati sopra il valore di 60. La ripresa prende spessore, ma 7 settori sui 18 censiti sono ancora in contrazione.

USA: ISM Index – Componente nuovi ordini

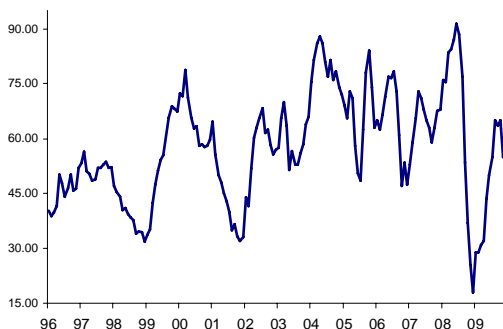


Fonte: Bloomberg

Secondo le correlazioni del passato tra l'indice generale e l'andamento economico, il valore dell'indice generale sull'anno corrisponde a una crescita del PIL statunitense dell'1.6%, mentre il dato mensile a una superiore al 4.6%.

I nuovi ordini continuano a indicare che rimane del lavoro da fare per ritornare alla situazione di normalità. Le aziende hanno ridotto al minimo il loro magazzino anche per limitare la loro necessità di cash.

USA: ISM Index - Componente prezzi



Fonte: Bloomberg

La componente prezzi è tornata a salire, segno che il recente aumento delle materie prime si fa sentire. Visto le razionalizzazioni nei processi produttivi intraprese da tempo, l'impatto di un aumento delle quotazioni delle materie prime non è paragonabile a quello di qualche lustro fa. A questi livelli, la maggior parte dei settori industriali possono convivere con un ulteriore aumento, senza subire pesanti contraccolpi ai propri margini operativi.

USA: Fiducia del consumatore



Fonte: Bloomberg

L'indice sulla fiducia del consumatore riprende a salire dopo i tentennamenti dei mesi scorsi. Le economie domestiche tendono a mettere in secondo piano l'attuale situazione, contraddistinta dall'elevata disoccupazione e a scontare uno scenario di ripresa anche nel mondo del lavoro nel 2010. In effetti la valutazione della situazione corrente è ancora in discesa, mentre l'aumento dell'indice generale è da ascrivere alla componente aspettative che sale di oltre 5 punti. Siamo convinti che la normalizzazione dell'attività economica porterà in pochi mesi a una ripresa dell'occupazione.

Eurolandia: PMI Index



Fonte: Reuters

Anche in questo mese, il decimo in serie, l'indice PMI europeo è salito, ponendosi al massimo dal marzo 2008. Si fa però avanti l'idea che l'economia stia entrando in una fase di stallo, una volta che si stanno esaurendo gli effetti degli stimoli fiscali. Anche in un confronto con gli Stati Uniti si nota una differente dinamica congiunturale, riconducibile al problema della maggiore rigidità strutturale. A livello nazionale, in buon crescendo Germania, Francia e Italia, mentre ha continua ad arrancare la Spagna che mostra valori lontani dai primi 3 paesi.

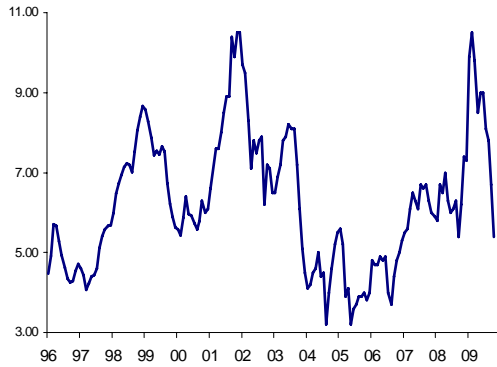
Prospettive sulla crescita economica

Le pubblicazioni dei dati economici, malgrado qualche eccezione, ci indicano che la congiuntura si sta gradatamente normalizzando. Punto focale è la ripresa dell'occupazione. Vista la dinamica mostrata dall'economia non siamo molto lontani dal momento in cui si ritornerà negli Stati Uniti a creare posti di lavoro. Questa inversione di tendenza è determinata per permettere alla congiuntura di crescere sulle sue gambe, grazie al circolo virtuoso alimentato dalla maggiore occupazione che genera consumo e a sua volta, attraverso la crescita congiunturale, nuova occupazione. Alla luce della profonda crisi che abbiamo vissuto e in presenza di molti squilibri che si devono ancora aggiustare, non crediamo che la crescita economica sarà vigorosa nei paesi sviluppati, in particolare in Europa e in Giappone, alle prese con problemi strutturali e demografici. Discorso differente per le economie dei paesi emergenti. L'ottimo stato delle finanze e le ingenti riserve valutarie permettono a queste nazioni di finanziare ambiziosi progetti di infrastrutture e di stimolare il consumo privato attraverso sovvenzioni. In conclusione possiamo affermare che l'economia mondiale si appresta ad affrontare l'anno entrante con migliori prospettive rispetto al 2009.

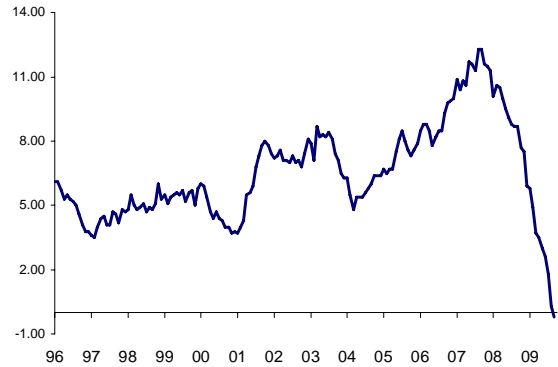
Secondo indicatore: condizioni monetarie

A) Massa monetaria

USA: M2 (crescita annuale)



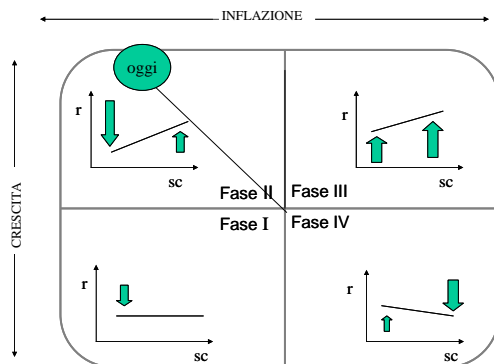
Eurolandia: ECB M3 (crescita annuale)



Fonte: Bloomberg

La massa monetaria M3 ha registrato una contrazione anche sull'anno, una prima storica da quando il dato viene pubblicato. Tuttavia, qualcosa si muove sul fronte dei prestiti ai privati. Dopo 3 mesi di discesa, il primo dato di crescita indica che la situazione si sta quantomeno stabilizzando. La componente maggiore, i prestiti ipotecari, è aumentata di 9 miliardi di euro, in sintonia a un minimo aumento dei crediti al consumo. Pensiamo che il ciclo del credito possa aver trovato il suo minimo, in concomitanza con quello della congiuntura.

B) Scenario economico e Yield curve

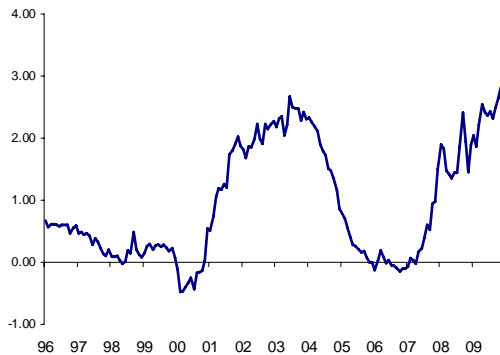


Sia le aspettative di crescita dell'economia mondiale moderata, sia le prospettive benigne sull'inflazione non dovrebbero portare a un aumento massiccio dei tassi di interesse a lungo. Cionondimeno, l'effetto dell'abbandono da parte delle banche centrali della politica monetaria estremamente espansiva, vedi quantitative easing, e i timori di un eccessivo deficit accumulato dalle amministrazioni di mezzo mondo, porteranno a una tendenza al rialzo dei tassi a lungo. In effetti negli ultimi mesi, questo trend ha già iniziato a manifestarsi negli Stati Uniti.

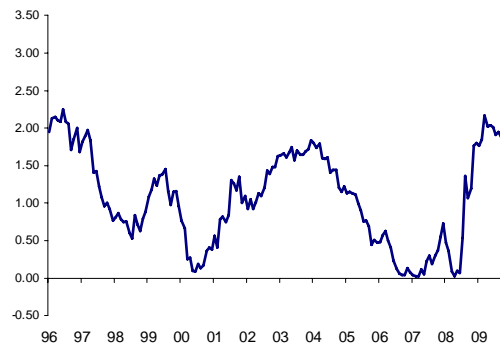
a
Utilizziamo quest'indicatore, in quanto esiste una chiara relazione tra lo scenario economico, espresso in crescita congiunturale e inflazione, con l'inclinazione della yield curve e l'andamento del mercato azionario. In questo contesto, la yield curve è definita come la differenza tra i rendimenti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

Non vediamo motivi per cambiare drasticamente la nostra strategia obbligazionaria, la parte a breve della curva dei rendimenti deve essere preferita a quella a medio (2-5 anni), in quanto quest'ultima sarà la prima a patire un cambiamento della politica monetaria delle principali banche centrali. Non ci aspettiamo un rialzo dei tassi a breve, ma anche la sospensione delle misure eccezionali potrebbe causare perdite sulle scadenze a medio termine delle obbligazioni governative. Si può tuttavia iniziare a pizzicare il lungo in dollari, sfruttando il recente movimento di debolezza. Sull'euro questa tendenza non ha preso corpo, per cui per il momento è meglio attendere.

C) Obbligazioni: corporate spread

Credit spread obbligazioni corporate in EUR

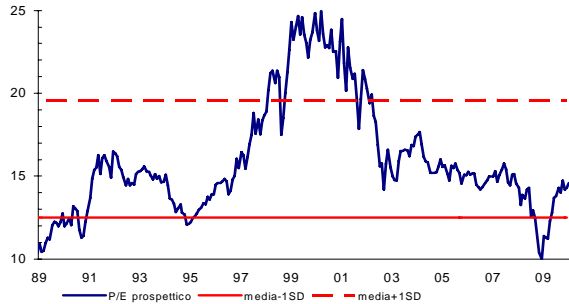


Fonte: Bloomberg

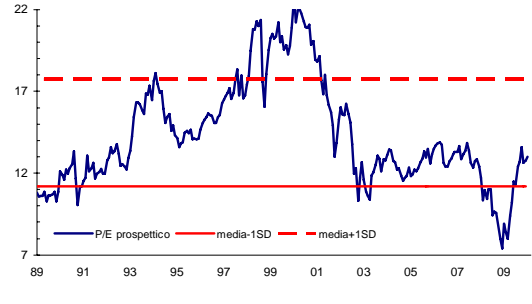
Il corporate per ora continua ad esprimere una certa forza. Noi rimaniamo dell'avviso che le posizioni vadano mantenute anche a questi livelli ed incrementate su possibile debolezza oltre 125 punti. Attenzione alle proporzioni.

Terzo indicatore: la valutazione dei mercati azionari

USA: P/E prospettico 12 mesi



Europa P/E prospettico 12 mesi



Fonte: Nomura

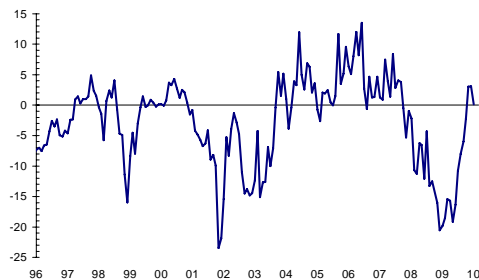
I multipli di valutazione sono tornati a salire, quale risultato di indici al rialzo e stime degli utili che crescono meno delle borse. Questo movimento è da attribuire al minor premio di rischio che gli investitori richiedono per detenere azioni. Che la situazione economica e delle aziende è in miglioramento e non desta più i timori di qualche mese orsono è ben rappresentato dalla discesa della volatilità (vedi pagina seguente). Tendenzialmente crediamo che la dilatazione dei P/E possa continuare anche nell'anno in corso, anche se il grosso del movimento si è già manifestato nel 2009.

Quarto indicatore: la dinamica degli utili (EPS Momentum)

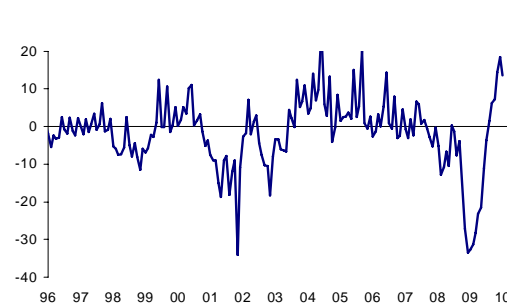
L'EPS Momentum negli Stati Uniti, dopo avere raggiunto il massimo, necessita di una pausa fisiologica. Netta differenza con quello europeo che a fatica è in territorio positivo. Questo andamento più che alla velocità degli analisti ad adattare le stime, è da ricondurre al miglior momento dell'economia a stelle e strisce. Determinante come sempre saranno le pubblicazioni delle trimestrali che stanno iniziando in questi giorni e soprattutto le previsioni delle società sullo sviluppo degli affari e sulla redditività per il prossimo futuro. Ci aspettiamo che le aziende possano sorprendere ancora in positivo, ma per i prossimi trimestri la base di confronto sarà più difficile. Sarà necessario che le vendite aumentino, a sostegno dei profitti.

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

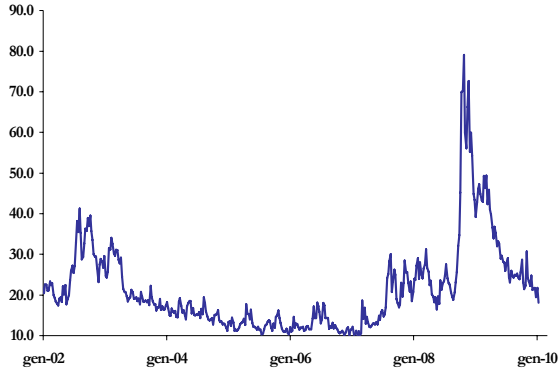


Fonte: Nomura



Quinto indicatore: il sentimento

Indice VIX (volatilità) sul CBOE

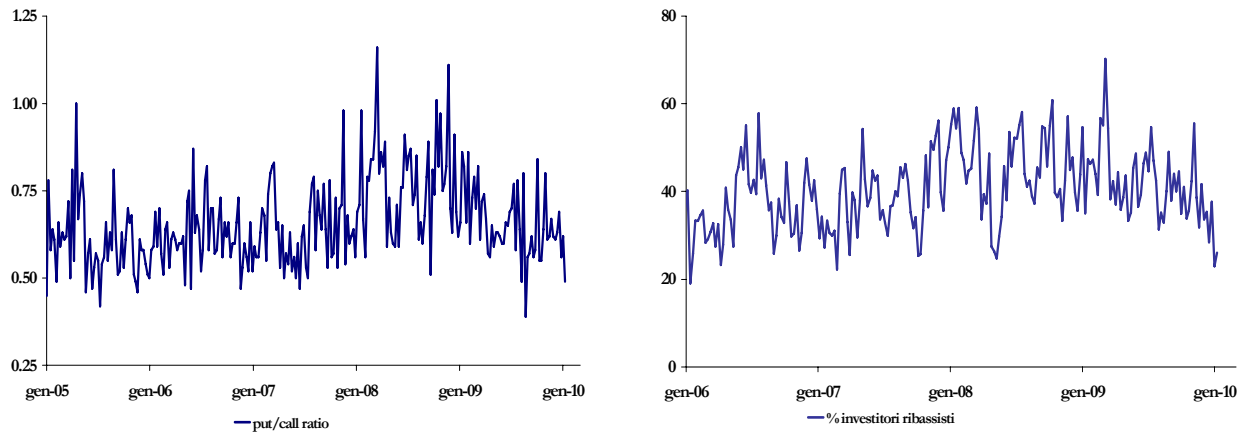


La volatilità continua a scendere e nell'ultimo mese si è fissata costantemente sotto quota 20. Come già detto questo è testimonianza di quanto la comunità finanziaria sia convinta che la situazione si sta normalizzando. Crediamo che qualche strappo al rialzo sia probabile e che comunque a questi livelli la volatilità sconti una situazione economica e societaria ideale. Qualsiasi notizia negativa può interrompere questa luna di miele e causare un consolidamento.

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 ci dicono quanto siano positivi gli investitori sull'andamento dei mercati azionari. Questi livelli sono compatibili con un consolidamento a breve delle borse.

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.

