



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
Congiuntura	Ripresa	Crescita moderata
ISM index (USA)	in ascesa	consolidamento
Consumer confidence (USA)	in ribasso	in ripresa
PMI index (Euroland)	in ascesa	consolidamento
Condizioni monetarie	Neutrali	Favorevoli
Liquidità (M2/M3)	crescita debole	
Yield curve	regolare	movimento laterale
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	consolidamento
Sentimento	Negativo	
Indice VIX (volatilità)	al ribasso	
Bear ratio	al ribasso	

Strategia d'investimento

I risultati conseguita dalla Fed nell'attuazione della fase 2 del quantitative easing sono stati al di sopra delle aspettative. In particolare abbiamo assistito a un forte rally sulle borse, a un aumento delle aspettative sull'inflazione e a un miglioramento della fiducia. Si può parlare di una riaccelerazione della congiuntura statunitense. A questo punto bisogna capire se quanto visto negli ultimi mesi possa ripetersi anche nel 2011. Alcuni segnali ci fanno propendere per il sì, in quanto i dati sugli initial jobless claims (nuove richieste di sussidio dei senza lavoro) sono risultati costantemente sotto la barriera di 450'000 richieste che avevamo battezzato come soglia al di sotto della quale, la creazione di lavoro riprende vigore e il circolo virtuoso, più occupazione, più consumo, più investimenti, innesca una solida ripresa congiunturale. Rispetto a questo svolgimento classico, la riluttanza delle banche nell'elargire credito e l'indecisione delle aziende americane ad assumere personale ci inducono a una certa prudenza.

Confermiamo l'approccio caratterizzato dal mantenimento di una duration corta sui portafogli, sebbene la recente fase di correzione che ha portato i rendimenti a lunga sulla curva americana ed europea ad attestarsi rispettivamente al 3.5% e 3% apre la possibilità di un incremento tattico della stessa. Per i governativi europei periferici e i bancari si preferisce stare alla finestra finché non si chiariranno maggiormente le tematiche relative alla sostenibilità dei debiti sovrani europei. Preferiti i corporate di società al di fuori del finanziario e con forte generazione di cash flow.

Continua il rally sulle borse, favorito dall'ampia liquidità. Ai livelli attuali gli indicatori di sentimento segnalano un eccessivo positivism e il movimento al rialzo dura ormai da settembre. L'euforia potrebbe portare l'indice S&P 500 oltre i 1300. Questa fase dovrà essere utilizzata per prendere profitto. Più in generale crediamo che le azioni daranno soddisfazioni nel 2011, in quanto attrattive rispetto alle obbligazioni e favorite dalla loro valutazione non eccessiva e dall'alta redditività delle aziende. Focus sui paesi emergenti e sulle società occidentali con un'esposizione a quell'area.

Le monete di diversificazione predilette rimangono sostanzialmente stabili rispetto alle scelte fatte nelle settimane passate. Tatticamente si decide di prendere profitto sulla corona norvegese, giunta contro euro ai massimi degli ultimi 5 anni e di dimezzare la posizione sul rublo. Non preoccupa, anzi viene vista come opportunità a medio termine il modesto indebolimento della lira turca conseguente alla riduzione dei tassi di interesse operato dalla banca centrale turca. Permane l'impostazione costruttiva nei confronti delle divise emergenti: alle principali monete del sud est asiatico si aggiunge recentemente la valutazione di altre divise quali il peso cileno.



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 : ⬆️ ➔ ⬇️



Primo indicatore: la congiuntura

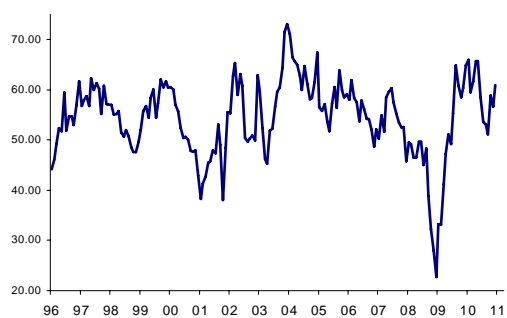
USA: ISM Index



Fonte: Bloomberg

L'indice ISM (inchiesta sulle prospettive economiche effettuata tra i direttori agli acquisti statunitensi) ha continuato il suo trend positivo, come sottolineato dal dato mensile. La ripresa nel 2010 è stata forte per i settori auto, metalli, macchinari, computers ed elettronica, mentre i comparti legati alle costruzioni sono apparsi meno brillanti. L'accelerazione della ripresa economica globale e il dollaro debole contro le valute di parecchi partners commerciali hanno aiutato corporate America.

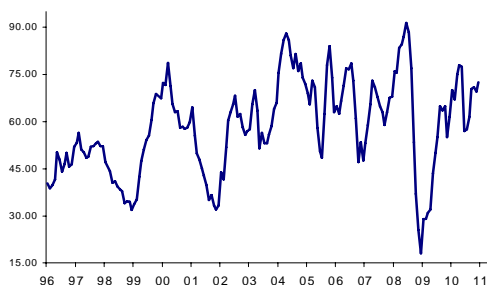
USA: ISM Index – Componente nuovi ordini



Fonte: Bloomberg

Secondo le correlazioni del passato tra l'indice generale e l'andamento economico, il valore dell'indice generale nell'anno 2010 corrisponde a una crescita del PIL statunitense del 5.1%. I nuovi ordini sono tornati a livelli potenti, tanto da far prevedere un ottimo momento dell'attività manifatturiera nel primo trimestre dell'anno.

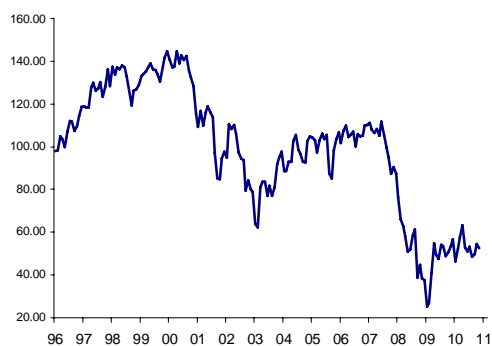
USA: ISM Index - Componente prezzi



Fonte: Bloomberg

L'indice dei prezzi è tornato a salire. Alla lunga l'aumento delle quotazioni delle materie prime si tradurrà, in una diminuzione dei margini operativi, soprattutto nei settori ad alto utilizzo delle stesse. Non crediamo a un distruttivo impatto generale, in quanto le società sono costantemente attive nel migliorare i processi produttivi.

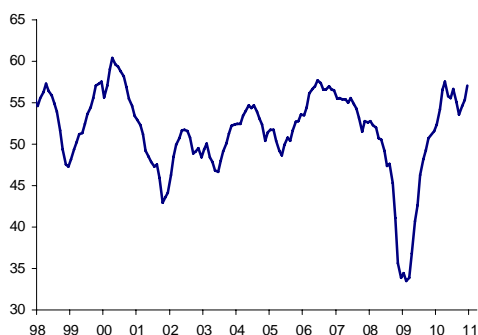
USA: Fiducia del consumatore



Fonte: Bloomberg

L'indice sulla fiducia del consumatore continua a navigare su bassi livelli, in quanto la disoccupazione stenta a scendere. Il dato è parzialmente in contraddizione con le discrete vendite registrate durante il periodo natalizio che hanno visto una crescita non più registrata dal 2005. Per il 2011 crediamo che lentamente la disoccupazione negli Stati Uniti possa scendere e garantire un discreto aumento del consumo privato. Un freno viene dall'aumento del prezzo dei derivati del petrolio e il debole stato del mercato immobiliare.

Eurolandia: PMI Index



Manifatturiero Fonte: Bloomberg

Sorprende ancora il dato sul PMI manifatturiero della zona euro che si attesta sui massimi dell'inizio della ripresa. A fare da locomotiva la Germania, grazie alla competitività dei suoi settori d'esportazione e alla debolezza dell'euro. Questo dovrebbe permettere ai paesi mediterranei di aumentare di riflesso la loro produzione industriale, malgrado la necessità di risparmi per tener sotto controllo deficit e debito pubblico.

Prospettive sulla crescita economica

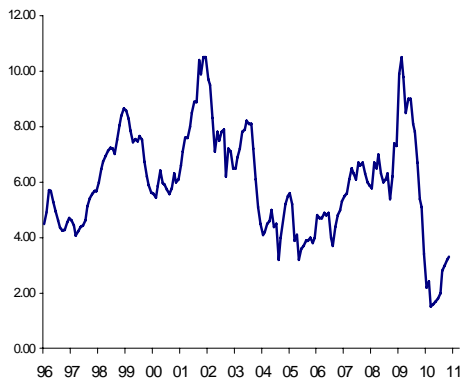
I risultati della fase 2 del quantitative easing della Fed sono stati al di sopra delle aspettative. In particolare abbiamo assistito a un forte rally sulle borse, a un aumento delle aspettative sull'inflazione e a un miglioramento della fiducia. I dati sulle vendite al dettaglio sono stati incoraggianti per tutto il trimestre finale del 2010 e si può parlare di una riaccelerazione della congiuntura statunitense. A questo punto bisogna capire se quanto visto negli ultimi mesi possa ripetersi anche nel 2011. Alcuni segnali ci fanno propendere per il sì, in quanto i dati sugli initial jobless claims (nuove richieste di sussidio dei senza lavoro) sono risultati costantemente sotto la barriera di 450'000 richieste che avevamo battezzato come soglia al di sotto della quale, la creazione di lavoro riprende vigore e il circolo virtuoso, più occupazione, più consumo, più investimenti, innesca una solida ripresa congiunturale. Rispetto a questo svolgimento classico la riluttanza delle banche nell'elargire credito e l'indecisione delle aziende americane ad assumere personale ci inducono a una certa prudenza. L'aumento della domanda ha favorito per il momento la creazione di lavoro nei paesi emergenti e non ancora negli Stati Uniti.

In effetti l'Asia si trova nella posizione opposta rispetto all'Occidente. La forte crescita economica ha creato chiari focolai d'inflazione non solo in Cina, ma ancora più pesantemente in India e Indonesia. Le banche centrali di quei paesi stanno reagendo con aumenti dei tassi d'interesse insufficienti rispetto alle necessità, in quanto hanno paura di strozzare le loro economie come è già successo in passato. Nell'ultimo mese soprattutto le autorità cinesi sono corse ai ripari e hanno ripreso il controllo della situazione.

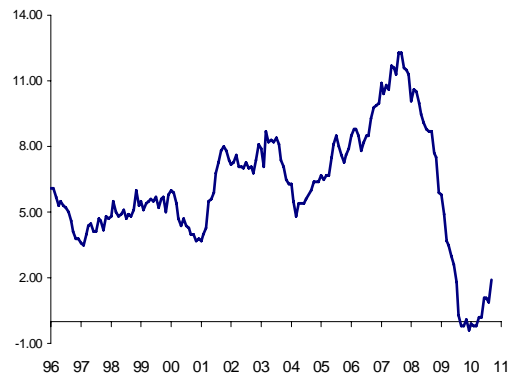
Secondo indicatore: condizioni monetarie

A) Massa monetaria

USA: M2 (crescita annuale)



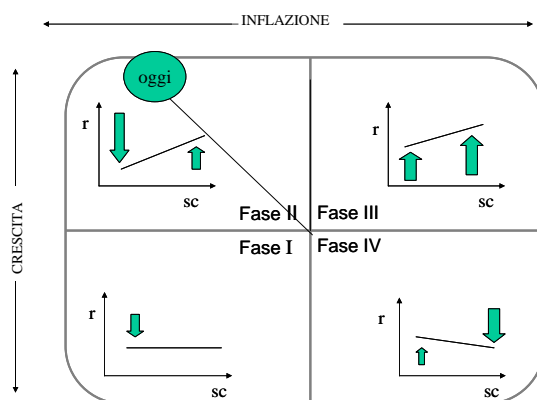
Eurolandia: ECB M3 (crescita annuale)



Fonte: Bloomberg

La crescita della massa monetaria M3 europea del credito in novembre è risultata migliore delle aspettative. Con la prima a far registrare +1.9% (da 0.9%) e la seconda +2%. Questi dati controbilanciano quelli dei due mesi precedenti improntati alla debolezza. La tendenza è incoraggiante in quanto ottenuta mentre la crisi del debito sovrano ha accusato un'accelerazione.

B) Scenario economico e Yield curve



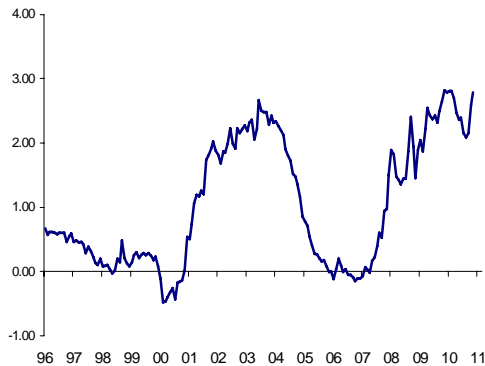
In due mesi la deflazione è sparita dai pensieri della comunità finanziaria e già si parla di un pericolo inflazionistico, se non imminente, comunque che si potrebbe materializzare se la ripresa economica in Occidente dovesse confermarsi.

Grazie agli effetti del quantitative easing, anche le stime sul PIL statunitense sono state riviste al rialzo. Soprattutto negli Stati Uniti in ripresa i tassi d'interessi a due anni, segno che gli investitori non vedono più così lontano un rialzo dei Fed funds (comunque difficile già nel 2011).

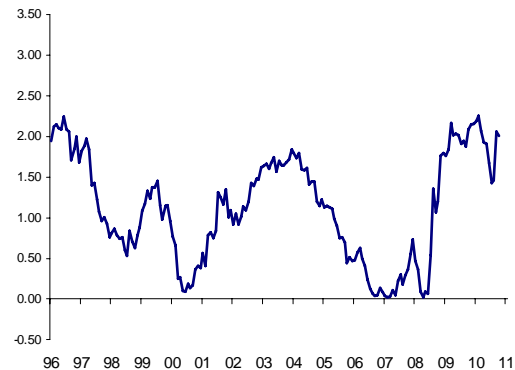
Utilizziamo quest'indicatore, in quanto esiste una chiara relazione tra lo scenario economico, espresso in crescita congiunturale e inflazione, con l'inclinazione della yield curve e l'andamento del mercato azionario. In questo contesto, la yield curve è definita come la differenza tra i rendimenti delle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

Sulla curva dei rendimenti sia in euro che in dollari statunitensi si è arrestato il movimento di flattening a causa del rialzo dei tassi a lungo, dovuto al nervosismo generalizzato. Confermiamo l'approccio caratterizzato dal mantenimento di una duration corta sui portafogli, sebbene la recente fase di correzione che ha portato i rendimenti a lunga sulla curva americana ed europea ad attestarsi rispettivamente al 3.5% e 3% apre la possibilità di un incremento tattico della stessa. Per i governativi europei periferici ed i bancari si preferisce stare alla finestra finché non si chiariranno maggiormente le tematiche relative alla sostenibilità dei debiti sovrani europei.

C) Obbligazioni: corporate spread

Credit spread obbligazioni corporate in EUR



Fonte: Bloomberg

Permane una certa volatilità sugli spreads, soprattutto in virtù dei movimenti nel settore finanziario. Noi manteniamo immutata la nostra raccomandazione di rimanere investiti nel credito privato, approfittando di eventuali movimenti irrazionali per aumentare l'esposizione.

Terzo indicatore: la valutazione dei mercati azionari

USA: P/E prospettico 12 mesi



Europa: P/E prospettico 12 mesi



Fonte: Nomura

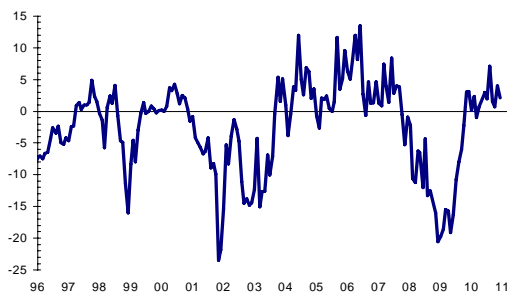
I multipli di valutazione si sono dilatati soprattutto negli Stati Uniti, in particolare grazie alla continuazione del rally sulla borsa. Gli investitori stanno reagendo positivamente alle misure della Fed e delle autorità governative e si sono convinte che congiuntura e occupazione miglioreranno nel 2011. In questo caso il P/E potrà salire ancora, anche se manteniamo alcune riserve, a causa dell'indebitamento degli Stati e di altre problematiche che potrebbero sopraggiungere, alla luce dei molti interrogativi ancora sul tappeto.

Quarto indicatore: la dinamica degli utili (EPS Momentum)

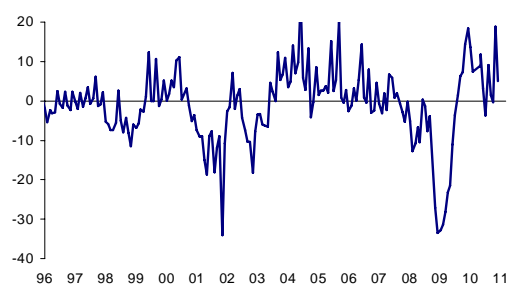
I primi risultati del 4° trimestre, pubblicati in settimana, sono di buon auspicio per il seguito. Di conseguenza, l'EPS Momentum dovrebbe tornare ad innalzarsi, ma il recente rally di mercato ha già in gran parte prezzato questo andamento nei corsi. Non crediamo che l'impulso per le borse possa arrivare dall'andamento degli utili.

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

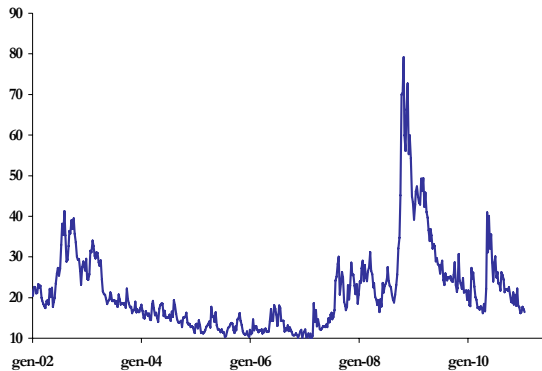


Fonte: Nomura



Quinto indicatore: il sentimento

Indice VIX (volatilità) sul CBOE

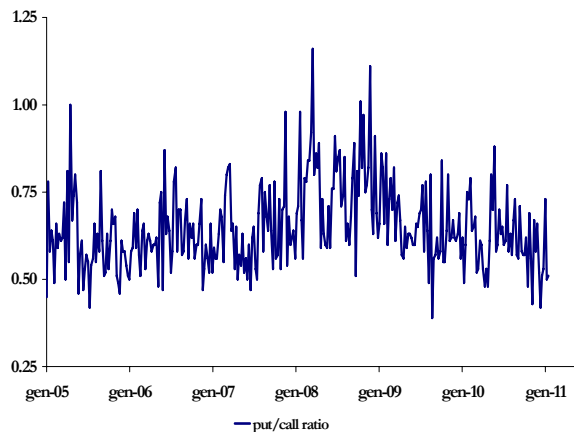


Fonte: Bloomberg

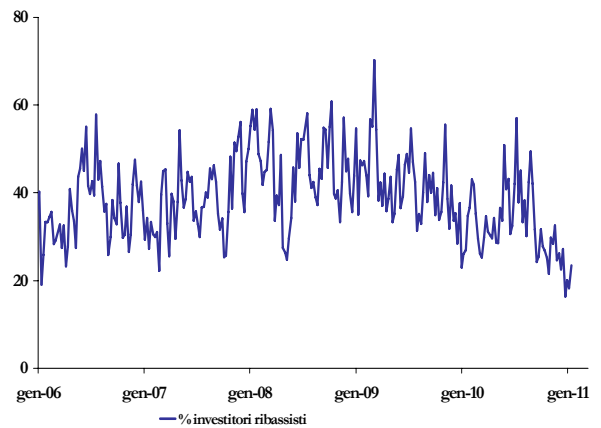
La volatilità si mantiene ormai stabilmente sotto quota 20 e non sembra avere nessuna intenzione di tornare a salire. A questi livelli la volatilità segnala un ottimismo assoluto sullo sviluppo economico e sulla redditività aziendale.

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 ha toccato il minimo degli ultimi anni, superato l'ultima volta nel 2005, quando all'orizzonte non c'era alcun problema. Segnale di eccessivo positivism.

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.

