



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)

Bollettino mensile no. 6 – giugno 2010
A cura dell'ufficio Ricerca e Analisi

I festeggiamenti per i 50 anni di Banca del Sempione
in collaborazione con i 100 anni di Alfa Romeo



Nuvolari su Alfa Romeo Bimotore, 1935

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)	ad alti livelli	consolidamento	-	+
Consumer confidence (USA)	in ripresa	in ripresa		
PMI index (Euroland)	consolidamento	consolidamento		
Condizioni monetarie	Neutrali	Favorevoli		
Liquidità (M2/M3)	trend negativo in EU		=	=
Yield curve	regolare	regolare		
Corporate spread	in aumento	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 rialzo		-	+
Bear ratio	al rialzo			

Strategia d'investimento

Siamo di fronte a tre differenti sfumature delle dinamiche congiunturali. In questo momento, la congiuntura americana risulta essere quella che sta guadagnando in intensità, mentre quella dei paesi emergenti, come dimostrato da quella cinese, sta perdendo vigore, pur crescendo a tassi elevati. Buon ultimo l'Europa che resta e sarà schiacciata anche in futuro da problemi strutturali, quali spesa pubblica, pensioni e regolamentazioni eccessive che ne limiteranno la crescita. Diversi dei nostri indicatori nei mesi scorsi ci hanno segnalato che la ripresa economica abbisognava di una pausa e che i mercati si gongolavano in un eccessivo ottimismo. Il risveglio è stato brutto, ma non crediamo che la ripresa economica mondiale sia a rischio. C'è un pericolo di deflazione nei paesi sviluppati, ma le rispettive banche centrali e i governi si stanno impegnando per evitare questo scenario.

La duration dei nostri portafogli obbligazionari è da tempo improntata sulla scadenze brevi della curva dei rendimenti, mentre la parte centrale è pesantemente sotto ponderata. Nel contempo, riduciamo anche la nostra sovra ponderazione al lungo, dopo la recente corsa. Abbiamo continuato a ridurre il peso dei subordinati bancari, in quanto il mercato da chiari segnali di insofferenza per questi prodotti. Razionalmente pensiamo che molte posizioni celino del valore, ma crediamo sia più giudizioso attenerci ai messaggi del mercato. Ci saranno nei prossimi mesi occasioni per tornare con maggiore tranquillità su questi tipi di emissioni.

La correzione sulle borse ha permesso ai multipli di valutazione di tornare su livelli, dove vediamo formarsi del valore. Purtroppo le stime degli utili per quest'anno e per l'anno prossimo ci appaiono ancora troppo ottimistiche e saranno tagliate nei prossimi mesi. Al momento, in virtù della nostra metodologia di gestione che punta a minimizzare le oscillazioni nel valore dei portafogli, non ci sentiamo di aggiungere rischio. Restiamo ancora con le nostre coperture sugli indici. Attendiamo momenti di vera capitolazione per tornare più propositivi sull'aggregato azionario. Le borse non sono ancora pronte per iniziare un movimento serio al rialzo.

L'euro ha fatto registrare nuovi minimi contro dollaro statunitense e franco svizzero. A questi livelli non ci sentiamo di consigliare di cavalcare il trend del dollaro, perchè potremmo assistere a uno storno fisiologico, dopo il profondo movimento all'ingiù. Continuiamo a gestire la posizione sulla valuta americana in modo opportunistico, come in passato, con interventi mirati in opzioni. Restiamo positivi sulle corone nordiche e consigliamo su ogni debolezza di entrare su queste valute, alla luce del miglior andamento economico rispetto alla zona euro e alla possibilità di un inasprimento della politica monetaria. Le valute dei paesi emergenti che preferiamo sono rublo, dal trend impressionante e lira turca, favorita dai migliori fondamentali, con congiuntura e finanze pubbliche in ottimo stato e dalla debolezza strutturale dell'euro.



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:

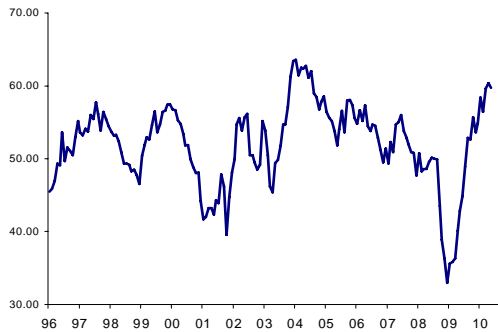
- fortemente sovraponderare = 😊😊
- sovraponderare = 😊
- neutrale = 😞
- sottoponderare = 😞
- fortemente sottoponderare = 😞😞



Cambiamento rispetto alla situazione precedente : ↑ → ↓

Primo indicatore: la congiuntura

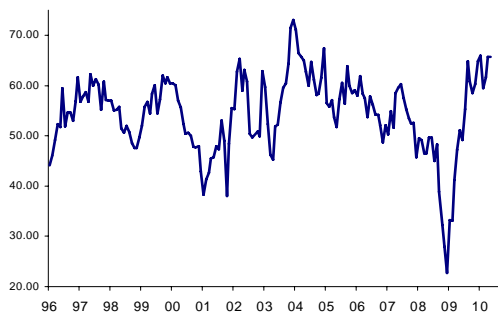
USA: ISM Index



Fonte: Bloomberg

L'indice ISM (inchiesta sulle prospettive economiche effettuata tra i direttori agli acquisti statunitensi) è rimasto su valori storici elevati. La crescita nel settore manifatturiero permane forte, anche se una sua decelerazione è all'orizzonte, in quanto verrà a smorzarsi la spinta della ricostituzione delle scorte e la produzione dovrà essere più dipendente dall'attuale livello del consumo privato. Il dato è comunque secondo, in questo ciclo, solo a quello del mese precedente e superiore ai corrispettivi europei e perfino asiatici.

USA: ISM Index – Componente nuovi ordini

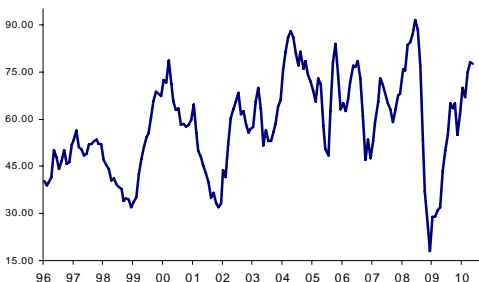


Fonte: Bloomberg

Secondo le correlazioni del passato tra l'indice generale e l'andamento economico, il valore dell'indice generale nei primi 5 mesi dell'anno corrisponde a una crescita del PIL statunitense dell'5.5%.

Gli ordini restano forti, sopra 65, segno che le aziende del settore non sentono ancora segnali di crisi derivanti dall'estero. Interessante anche la risalita dell'indice occupazione al massimo dal 2004, anche se poi non ha ancora trovato piena conferma nella creazione di nuovi posti di lavoro.

USA: ISM Index - Componente prezzi

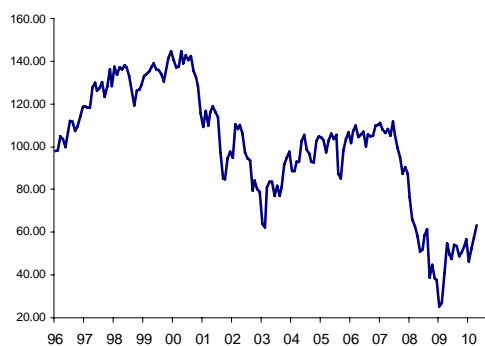


Fonte: Bloomberg

Confermiamo la nostra ipotesi di margini operativi in discesa nella seconda parte dell'anno, a causa della pressione al rialzo dei costi delle materie prime e dei semilavorati e alla difficoltà delle società di ribaltarli al cliente finale, con aumenti dei prezzi di vendita.



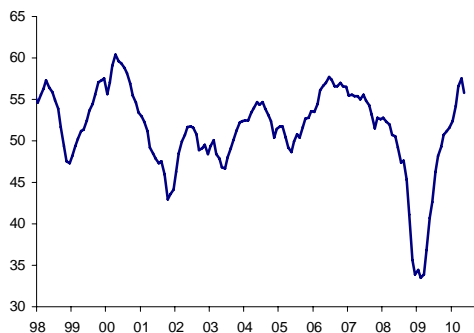
USA: Fiducia del consumatore



Fonte: Bloomberg

Il consumatore americano ha acquisito più confidenza in maggio, grazie alle migliorate aspettative sul mercato del lavoro. L'indice ha raggiunto 63.3, al di sopra delle aspettative e al livello più alto degli ultimi 2 anni, grazie ai miglioramenti previsti sul mercato del lavoro. Rendiamo attento il lettore che comunque l'indice è lontano dai livelli che possiamo considerare di forte crescita del consumo privato. Già dal prossimo mese il consumatore dovrà inoltre orientarsi tra gli incoraggianti segnali della congiuntura domestica e quanto di negativo i mercati finanziari ci stanno dicendo.

Eurolandia: PMI Index



Fonte: Bloomberg

Il PMI europeo ci indica che la ripresa sta prendendo forza. Crediamo che questo sia più il prodotto del recente passato, quando la ricostituzione delle scorte e la corrispondenza ripresa del commercio mondiale hanno riempito gli ordinativi delle aziende. Nel prossimo futuro l'economia europea dovrà fare i conti con il rigore economico dei governi costretti a mettere un freno al loro indebitamento, con ripercussioni lampanti anche sui livelli di produzione delle aziende.

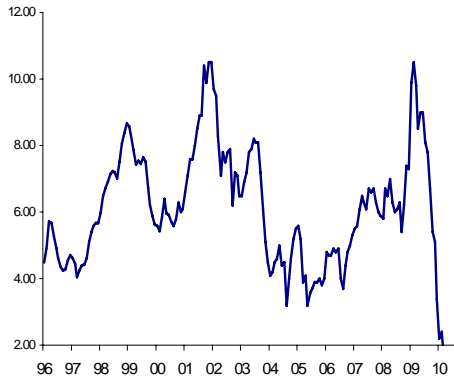
Prospettive sulla crescita economica

Siamo di fronte a tre differenti sfumature delle dinamiche congiunturali. In questo momento, la congiuntura americana risulta essere quella che sta guadagnando in intensità, mentre quella dei paesi emergenti, come dimostrato da quella cinese, sta perdendo vigore, pur crescendo a tassi elevati. Buon ultimo l'Europa che resta e sarà schiacciata anche in futuro da problemi strutturali, quali spesa pubblica, pensioni e regolamentazioni eccessive che ne limiteranno la crescita. Al momento, l'opinione sulle economie asiatiche ci appare troppo negativa. Pur riconoscendo il momento di flessione non crediamo che i tassi di crescita dell'area si abbasseranno sotto il 7-8%, in quanto come più volte ripetuto, la forza degli investimenti in infrastrutture e la crescente massa di persone che raggiungono la classe media sosterranno la congiuntura dell'area per molti anni a venire. Anche gli Stati Uniti sono di fronte a un ridimensionamento dei tassi di crescita del PIL, ma non crediamo che la ripresa sia al momento in pericolo. Anche se faticosamente, l'occupazione aumenta e il circolo virtuoso da noi invocato porterà a un maggior consumo privato e a nuova occupazione.

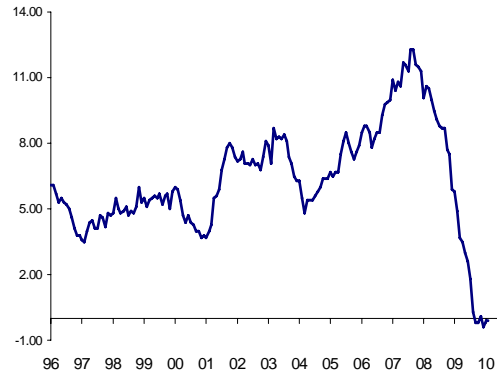
Secondo indicatore: condizioni monetarie

A) Massa monetaria

USA: M2 (crescita annuale)



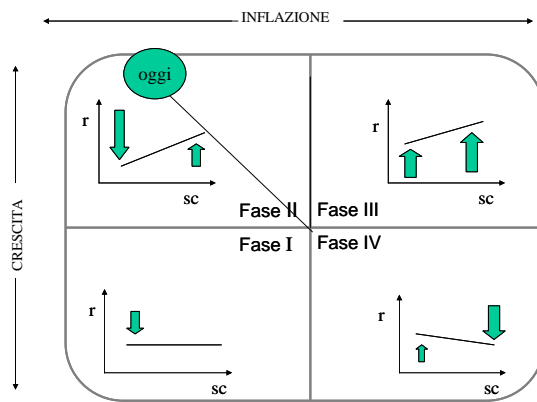
Eurolandia: ECB M3 (crescita annuale)



Fonte: Bloomberg

I prestiti alle economie domestiche sono saliti in aprile per la prima volta dopo 8 mesi di contrazione. Lo 0.1% indica comunque che la liquidità pompata dalle banche centrali fatica a generare un aumento deciso del credito. Nei prossimi mesi non pensiamo in un cambiamento della situazione, alla luce della difficoltà dell'economia europea.

B) Scenario economico e Yield curve

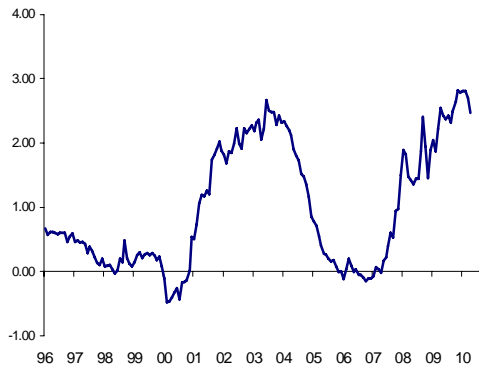


I tassi d'interesse a lungo si sono ridotti in Europa e negli Stati Uniti, a causa della vendite generalizzate delle posizioni a rischio e la ricerca di porti sicuri. Anche le prospettive d'inflazione, malgrado l'immensa liquidità in circolazione, si sono ulteriormente ridotte. Per i prossimi mesi i paesi sviluppati, in particolar modo Europa e Giappone, dovranno lottare per non finire in depressione. In questo senso anche un euro debole può essere ben visto dai governi europei, se in forma di ordinato deprezzamento della valuta e non crollo veloce e profondo che di solito genera troppa incertezza e panico.

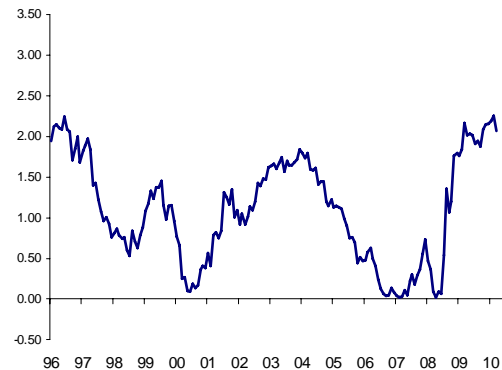
Utilizziamo quest'indicatore, in quanto esiste una chiara relazione tra lo scenario economico, espresso in crescita congiunturale e inflazione, con l'inclinazione della yield curve e l'andamento del mercato azionario. In questo contesto, la yield curve è definita come la differenza tra i rendimenti delle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

La duration dei nostri portafogli obbligazionari è da tempo improntata sulla scadenze brevi della curva dei rendimenti, mentre la parte centrale è pesantemente sotto ponderata. Abbiamo continuato a ridurre il peso dei subordinati bancari, in quanto il mercato dà chiari segnali di insofferenza per questi prodotti. Razionalmente pensiamo che molte posizioni celino del valore, ma crediamo sia più giudizioso attenerci ai messaggi del mercato. Ci saranno nei prossimi mesi occasioni per tornare con maggiore tranquillità su questi tipi di emissioni.

C) Obbligazioni: corporate spread

Credit spread obbligazioni corporate in EUR



Fonte: Bloomberg

Non tutto il modo corporate nasconde insidie. Al di fuori del finanziario, le emissioni che comunque in simpatia con quel settore hanno stornato, rappresentano selettivamente opportunità di accumulo. Preferenza da dare a società solide, con livelli di cash importanti.

Terzo indicatore: la valutazione dei mercati azionari

USA: P/E prospettico 12 mesi



Europa P/E prospettico 12 mesi



Fonte: Nomura

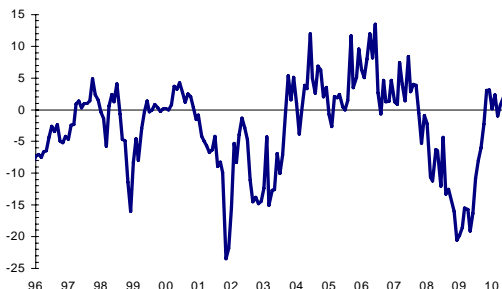
Il rischio di premio richiesto dagli investitori per detenere azioni si è ampliato a dismisura. Come interpretare questo movimento? Il mercato ci sta dicendo che le previsioni degli utili per l'anno in corso e per il prossimo sono di molto eccessive e vanno drasticamente ridotte. Sicuramente le previsioni degli utili saranno ridotte e in Asia questo sta già accadendo. Crediamo che il mercato non sarà disposto a pagare multipli di valutazione sui livelli di inizio anno, in quanto le incognite sui conti pubblici e sull'andamento della ripresa economica, manterranno gli investitori quantomeno scettici. Comunque con il P/E che ha raggiunto livelli attorno a una deviazione standard dalla media storica degli ultimi 20 anni, si stanno aprendo sacche di valore interessanti.

Quarto indicatore: la dinamica degli utili (EPS Momentum)

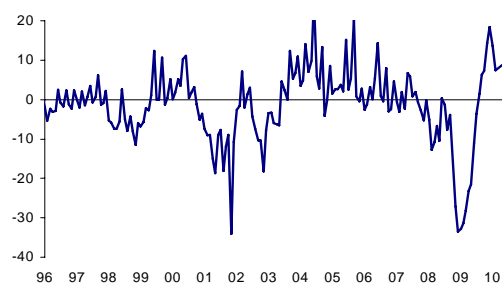
Come detto nel paragrafo precedente, l'EPS Momentum negli Stati Uniti batte la fiacca ed è destinato a scendere nei prossimi mesi. Per noi il problema principale risiede nei margini operativi che hanno goduto della riduzione del costo del personale e delle materie prime fino al recente passato. In questo momento i costi stanno aumentando e non vediamo come questi possano essere seriamente controbilanciati da un incremento deciso delle vendite (soprattutto di aumento dei prezzi di vendita).

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

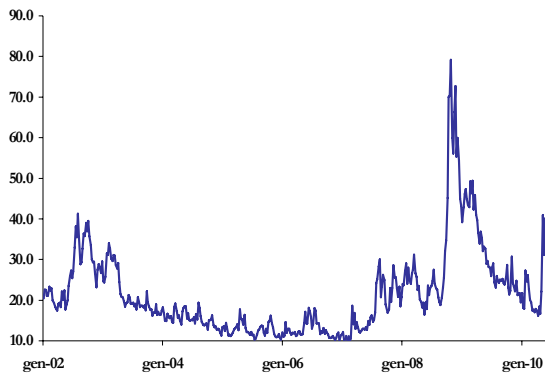


Fonte: Nomura



Quinto indicatore: il sentimento

Indice VIX (volatilità) sul CBOE

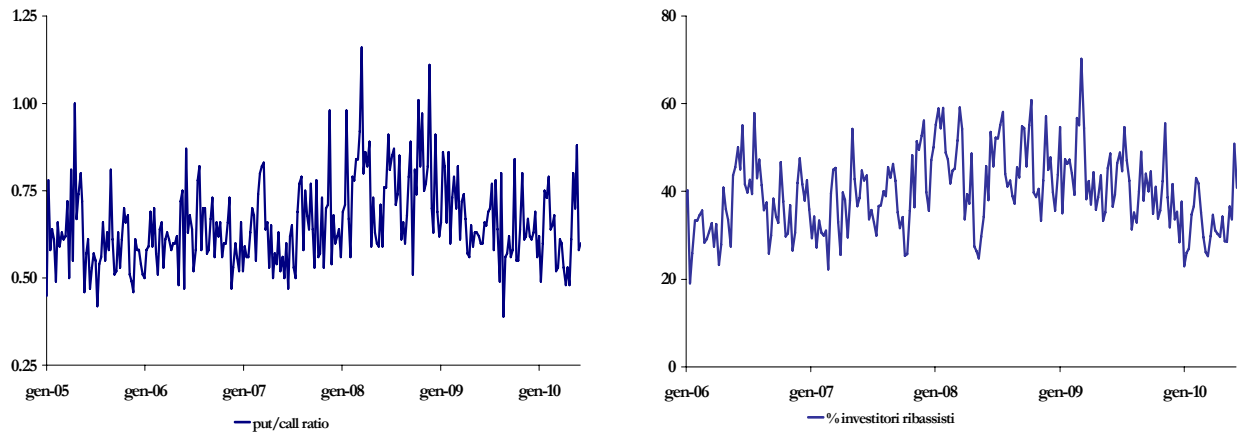


Fonte: Bloomberg

La volatilità resta e rimarrà alta nei prossimi mesi. Troppi i problemi sul tappeto per sperare in un rientro della situazione su valori che esprimono maggiore tranquillità.

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

Il put/call ratio è inaspettatamente sceso. La percentuale di investitori ribassisti è scesa la scorsa settimana, ma crediamo che sia destinata ancora a salire su valori di maggiore pessimismo.

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.

