



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)	rimbalzo	consolidamento
Consumer confidence (USA)	in salita	in ripresa
PMI index (Euroland)	rimbalzo	consolidamento
Condizioni monetarie	Neutrali	Favorevoli
Liquidità (M2/M3)	Crescita moderata	
Yield curve	regolare	flattening
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	in ripresa	consolidamento
Sentimento	Negativo	
Indice VIX (volatilità)	al ribasso	
Bear ratio	al ribasso	

Strategia d'investimento

Qualcosa è cambiato. I dati economici usciti nell'ultimo mese sono risultati al di sopra delle aspettative, ma quello che più conta è che la creazione di posti di lavoro ha sorpreso in positivo, in un momento in cui il rallentamento economico sembrava farla da padrone. Sicuramente servono delle conferme future. Settimanalmente monitoriamo il dato degli initial jobless claims (nuove richieste di sussidio di disoccupazione). Abbiamo evidenziato la necessità di scendere costantemente sotto 450'000 richieste, per indurre una diminuzione della disoccupazione e consolidare il circolo virtuoso congiunturale. L'avvenimento principe del mese è stato la dichiarazione da parte della Fed degli aspetti operativi della seconda parte del quantitative easing. La Fed acquisterà 600 miliardi di US\$ in obbligazioni governative, in principio 75 al mese più altri 35 come reinvestimento dei mortgage back securities in scadenza. L'86% degli acquisti saranno nelle scadenze tra 2.5 e 10 anni. L'intento è quello di evitare la deflazione e stimolare l'economia, in particolare l'occupazione.

La nostra strategia obbligazionaria si concentra su duration corte, in quanto il rischio/rendimento è sbilanciato verso il primo. Un leggero miglioramento dell'economia o uno scetticismo di fronte agli elevati debiti pubblici potrebbero indurre a un aumento dei rendimenti. Continuiamo a trovare interessanti opportunità d'investimento nel segmento corporate, anche se alla luce delle prime avvisaglie di un aumento dell'avversione al rischio, gli investimenti più rischiosi sono da ridurre.

Il rally sulle borse ha confermato i massimi dell'anno. Come da manuale, l'indice S&P 500 è stato attirato sul limite alto della forchetta di oscillazione 1000-1225. A questi livelli abbiamo ridotto la nostra quota azionaria tattica, in quanto i mercati azionari hanno corso tanto da inizio settembre e necessitano di conferme anche sul fronte congiunturale per continuare il loro rally. Gli indicatori di sentimento ci dicono che c'è molto positivismo tra gli operatori finanziari, per cui una correzione sembra probabile.

Sulle valute, l'intervento principale è stato l'aumento della diversificazione sui portafogli euro, portata al 25%, con un aumento della posizione sullo yuan. Le monete su cui puntiamo restano il rublo che comincia a riprendersi, dopo la pressione delle ultime settimane, la lira turca sorretta da una situazione economica brillante e la corona norvegese. Da ultimo siamo rientrati sulla sterlina contro euro, dopo il recente scivolone, in quanto le misure di austerità porteranno al miglioramento dei conti pubblici.



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, corona norvegese, sterlina, 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 registrato un interessante sussulto a ottobre, salendo al massimo degli ultimi 5 mesi. Il movimento è da ricondurre alle componenti nuovi ordini e produzione. Un po' a sorpresa questo risultato porterà a una riaccelerazione dell'attività industriale nei prossimi mesi. Tuttavia non crediamo di dover cambiare la nostra stima di crescita del PIL statunitense attorno al 2% nella seconda parte dell'anno.

USA: ISM Index – Componente nuovi ordini

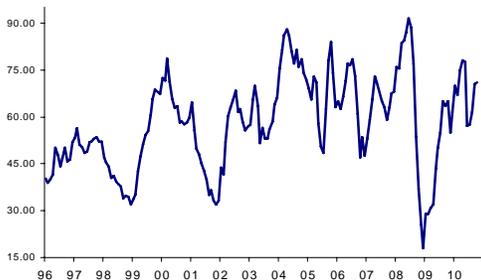


Fonte: Bloomberg

Secondo le correlazioni del passato tra l'indice generale e l'andamento economico, il valore dell'indice generale nei primi 10 mesi dell'anno corrisponde a una crescita del PIL statunitense del 5.2%.

I nuovi ordini sono rimbalzati dalla pericolosa linea di 50 a 58.9, un dato ben augurante per il futuro e la nota sicuramente più positiva di tutto il report mensile.

USA: ISM Index - Componente prezzi



Fonte: Bloomberg

L'indice dei prezzi si è confermato sopra 70, a causa dell'aumento dei prezzi delle materie prime. A parte per qualche settore a largo utilizzo delle stesse, non crediamo che questo incremento possa tradursi in un pericolo inflazionistico.

USA: Fiducia del consumatore



Fonte: Bloomberg

L'indice sulla fiducia del consumatore è rimbalzato dopo parecchi mesi di contrazione, in quanto le economie domestiche si sono dichiarate meno pessimistiche sull'andamento futuro della congiuntura. Tuttavia, il dato rimane in un confronto storico molto basso, rispecchiando le scarse potenzialità del consumo privato, limitato da una disoccupazione non lontana dal 10%. Di conseguenza, malgrado i miglioramenti delle ultime settimane del mondo del lavoro, il consumo privato è destinato a restare anemico nei prossimi a venire.

Eurolandia: PMI Index



Fonte: Bloomberg

Un po' a sorpresa, visto la forza dell'euro, il PMI europeo ha fermato la sua discesa, ed è tornato a salire. Le esportazioni hanno registrato un rimbalzo, probabilmente grazie all'accelerazione dell'attività in Asia. Come nel resto del mondo anche in Europa la componente nuovi ordini è salita e contribuirà a migliorare l'intensità produttiva, in chiaro rallentamento, dopo la ripresa primaverile. La forza dell'euro che al momento non ha avuto ripercussioni sulle esportazioni, sicuramente condizionerà nei prossimi mesi la crescita dell'economia europea.

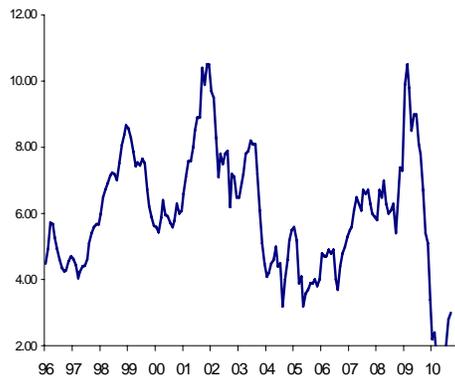
Prospettive sulla crescita economica

Qualcosa è cambiato. I dati economici usciti nell'ultimo mese sono risultati al di sopra delle aspettative, ma quello che più conta, in quanto da noi considerata la variabile chiave, è che la creazione di posti di lavoro ha sorpreso in positivo, in un momento in cui il rallentamento economico sembrava farla da padrone. Sicuramente servono delle conferme future. Settimanalmente monitoriamo il dato dei initial jobless claims (nuove richieste di sussidio dei senza lavoro). Abbiamo evidenziato la necessità di scendere costantemente sotto 450'000 richieste, per indurre una diminuzione della disoccupazione (per il momento abbiamo registrato due settimane delle ultime tre sotto questo numero) e consolidare il circolo virtuoso. Vale a dire più occupazione, più consumo, più investimenti e così via. Certo è che se la Fed s'impegna ad acquistare obbligazioni governative per 600 miliardi di US\$, la situazione è lungi da essere risolta, ma quantomeno gli ultimi segnali ci allontanano dallo spettro della deflazione e dal pericolo di un ritorno in recessione. Continua l'accelerazione della attività in Asia che permette ai paesi occidentali di ottenere un minimo di crescita attraverso le esportazioni.

Secondo indicatore: condizioni monetarie

A) Massa monetaria

USA: M2 (crescita annuale)



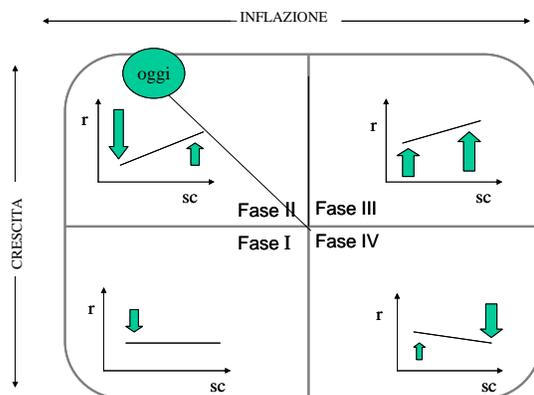
Eurolandia: ECB M3 (crescita annuale)



Fonte: Bloomberg

Gli interessanti segnali che la massa monetaria europea M3 aveva dato il mese scorso non sono stati confermati a settembre. I depositi sono scesi di 9 miliardi di euro, dopo un incremento a settembre di 89. I trend monetari restano deboli, con l'aumento dei mutui che sta rallentando, dopo essere stato da traino per tutto l'anno. Probabilmente il deleveraging sui bilanci delle aziende si sta ultimando e potrebbe rilanciare la crescita monetaria.

B) Scenario economico e Yield curve

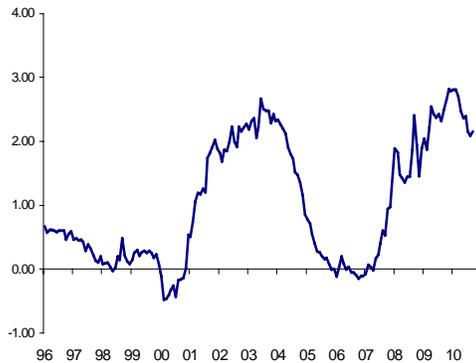


L'annuncio della Fed di acquistare fino a 600 miliardi di dollari in obbligazioni statali ha drasticamente diminuito il rischio di una caduta in deflazione e nello stesso tempo agisce da stimolo all'economia. La Fed sta facendo di tutto per aumentare le aspettative sull'inflazione ed evitare che la paura della deflazione faccia posticipare gli acquisti, in attesa di prezzi in discesa.

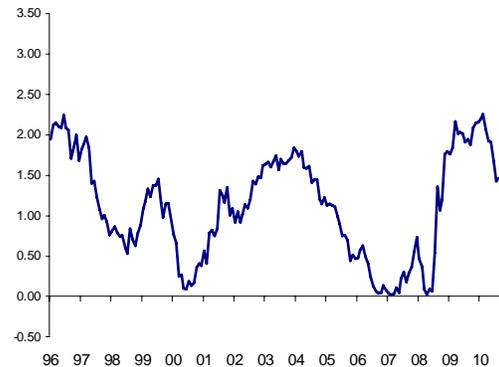
Utilizziamo quest'indicatore, in quanto esiste una chiara relazione tra lo scenario economico, espresso in crescita congiunturale e inflazione, con l'inclinazione della yield curve e l'andamento del mercato azionario. In questo contesto, la yield curve è definita come la differenza tra i rendimenti delle 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 struttura della curva dei rendimenti si sta muovendo verso un appiattimento, in quanto le scadenze sui due anni statunitensi hanno reagito al rialzo, dopo le precisazioni operative del nuovo quantitative easing. La nostra strategia obbligazionaria si concentra su duration corte, in quanto il rischio/rendimento è sbilanciato verso il primo.

Continuiamo a trovare interessanti opportunità d'investimento nel segmento corporate, anche se alla luce delle prime avvisaglie di un aumento dell'avversione al rischio, gli investimenti più rischiosi sono da ridurre.

C) Obbligazioni: corporate spread

Credit spread obbligazioni corporate in EUR



Fonte: Bloomberg

Il corporate non finanziario va mantenuto invariato con un aumento in caso di debolezza, in quanto governativi e finanziari rischiano di ritornare volatili su notizie negative, come il bailout dell'Irlanda.

Su questi nomi è imperativo la massima attenzione e diversificare per diminuire il rischio emittente.

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 mossi leggermente al rialzo, grazie alla forza del rally in atto, soprattutto negli Stati Uniti. Ribadiamo la nostra convinzione che il price/earning potrà aumentare solo se la Fed riuscirà ad aumentare le aspettative sull'inflazione e l'economia inizierà a creare posti di lavoro.

Quarto indicatore: la dinamica degli utili (EPS Momentum)

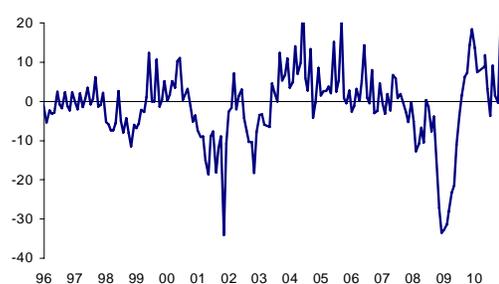
Gli ottimi risultati trimestrali, con 80% delle società dell'indice S&P 500 che hanno battuto le stime, porta a un aumento parziale dell'EPS Momentum. Senza chiari e forti segnali di ripresa economica nei paesi sviluppati dovremo assistere a una discesa delle stime degli utili per il 2011 che sono attualmente attorno al +15%. Le società hanno lavorato bene nel ridurre i costi, ma non hanno molto pricing power, in quanto l'offerta continua ad essere troppo elevata in molti settori economici e le vendite difficilmente potranno accelerare alla luce dell'alta disoccupazione.

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

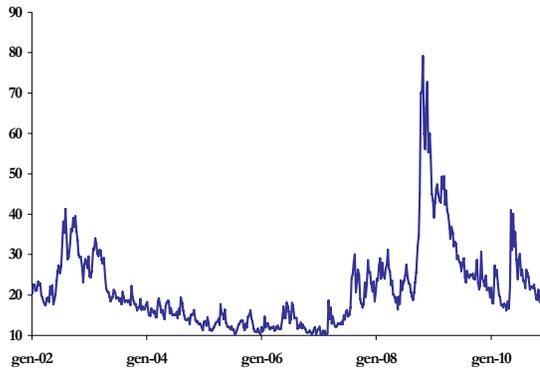


Fonte: Nomura



Quinto indicatore: il sentimento

Indice VIX (volatilità) sul CBOE

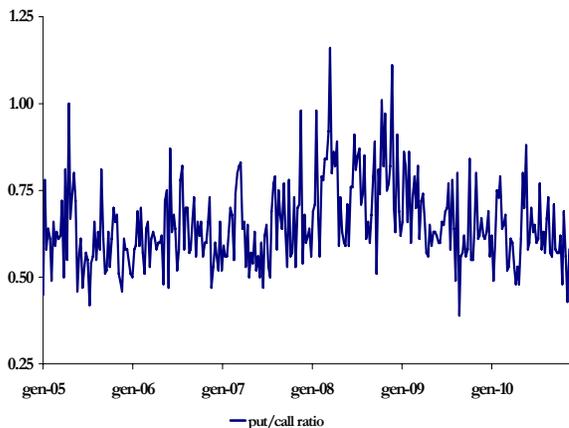


Fonte: Bloomberg

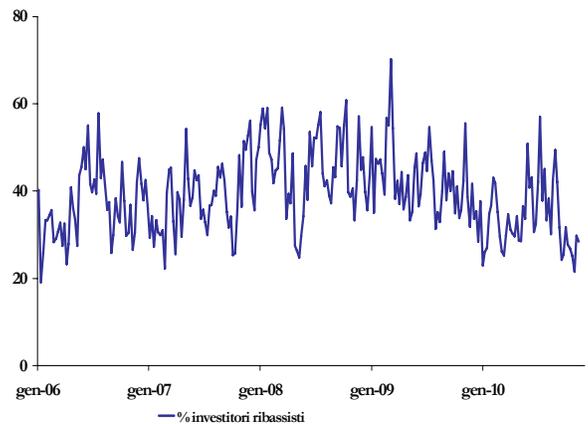
La volatilità si è posta da alcune settimane sotto quota 20, in quanto gli indici azionari faticano a consolidare, malgrado la possente performance, registrata da inizio settembre. L'eccessivo positivismo segnala un probabile consolidamento nelle prossime settimane.

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 è consistente con un probabile correzione nelle prossime settimane.

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.