



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 discesa	consolidamento
Consumer confidence (USA)	al ribasso	in ripresa
PMI index (Euroland)	in discesa	consolidamento
Condizioni monetarie	Neutrali	Favorevoli
Liquidità (M2/M3)	Miglioramento in EU	
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	consolidamento	negativo
Sentimento	Negativo	
Indice VIX (volatilità)	al ribasso	
Bear ratio	al ribasso	

Strategia d'investimento

La pubblicazione di dati economici migliori delle aspettative sono continuate per le prime 3 settimane del mese, lasciando poi lo spazio a numeri meno brillanti, come l'indice ISM e la fiducia dei consumatori negli Stati Uniti. Crediamo che l'andamento congiunturale sarà nell'emisfero occidentale caratterizzato da una crescita anemica. Un segnale importante in questa direzione è l'atteggiamento della Fed che si è detta pronta a sostenere l'economia e a impedire di lasciarla scivolare in deflazione, per il momento iniettando nuova liquidità al sistema finanziario attraverso l'acquisto di obbligazioni statali, ma aperta ad altre misure.

Sul fronte obbligazionario questa decisione ha portato i rendimenti del decennale statunitensi a registrare nuovi minimi attorno al 2.5%, dopo aver sfiorato nel corso dell'anno il 4%. Crediamo che le scadenze medie (2-5 anni) siano vulnerabili a qualsiasi notizia meno negativa sull'economia e non sia giustificato, da un punto di vista rischio/rendimento, investire su queste scadenze. La parte a lungo della curva dei rendimenti può essere pizzicata tatticamente solo su debolezza. Continuiamo a trovare interessanti opportunità d'investimento nel segmento corporate, su emittenti al di fuori dei finanziari, trovando ottimi rendimenti anche in società dei mercati emergenti (ad esempio in Messico, Brasile e Dubai). Su questi nomi è imperativo la massima attenzione e diversificare per diminuire il rischio emittente.

I mercati azionari hanno registrato un mese di settembre in netto rialzo, grazie ai dati economici meno negativi e la convinzione che la Fed avrà successo nella sua iniziativa di stimolo alla congiuntura.

Le dinamiche di mercato ci portano a supporre che l'indice S&P 500 sia destinato a toccare la resistenza attorno a 1200. Pensiamo che sia difficile che la borsa possa andare oltre, alla luce delle tante incertezze e degli innumerevoli squilibri. A questi livelli consigliamo mettere in atto coperture tramite strutture in opzioni.

Nel corso delle ultime settimane è stata aumentata l'esposizione al rublo il quale è risultato parzialmente sotto pressione, mentre l'esposizione al dollaro è stata girata sullo yuan cinese, in quanto stanno crescendo le pressioni internazionali per una sua rivalutazione. Rimaniamo sempre positivi sulla lira turca. Dopo l'interessante movimento abbiamo preso profitto sullo won coreano e sul dollaro di Taiwan.



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, ron, 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

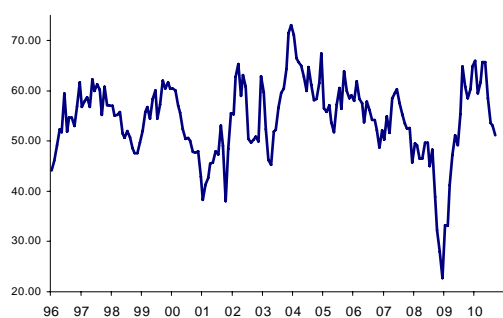
USA: ISM Index



Fonte: Bloomberg

L'indice ISM (inchiesta sulle prospettive economiche effettuata tra i direttori agli acquisti statunitensi) ha continuato la sua tendenza al ribasso, in atto da alcuni mesi. Il dato di settembre è al minimo degli ultimi 10 mesi, ma si conferma ancora sopra quota 50, lo spartiacque tra crescita e contrazione dell'attività manifatturiera. In discesa nuovi ordini, produzione e occupazione. L'unico elemento che ha supportato l'indice è l'aumento delle scorte. Questa pubblicazione conferma la fase di rallentamento in atto che dovrebbe limitare la crescita del PIL attorno al 2% nella seconda parte dell'anno.

USA: ISM Index – Componente nuovi ordini

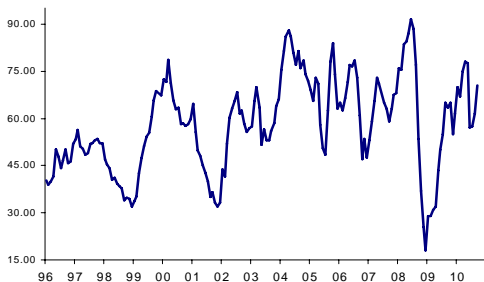


Fonte: Bloomberg

Secondo le correlazioni del passato tra l'indice generale e l'andamento economico, il valore dell'indice generale nei primi 9 mesi dell'anno corrisponde a una crescita del PIL statunitense del 5.2%.

I nuovi ordini sono leggermente al di sopra del linea di 50 e gli ordini in giacenza sono scivolati per la prima volta sotto questo livello. Il meglio della ripresa economica è alle spalle e nel 4° trimestre la congiuntura si misurerà con un momento di debolezza.

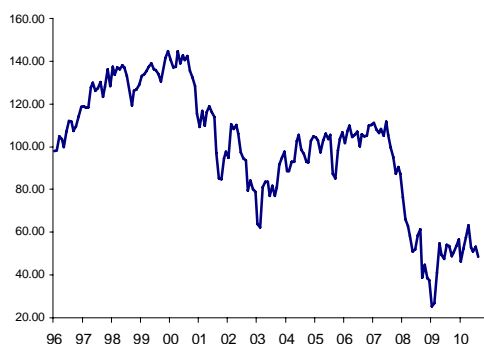
USA: ISM Index - Componente prezzi



Fonte: Bloomberg

L'indice dei prezzi è rimbalzato con decisione, dopo un periodo di calma. Il dato è sorprendente nell'ampiezza, ma non nella sostanza, figlio dell'aumento dei prezzi delle materie prime. Non crediamo che l'aumento delle materie prime possa far deragliare la pur debole ripresa economica, grazie alla ricerca di nuovi sistemi produttivi e materiali che consumano sempre meno energia.

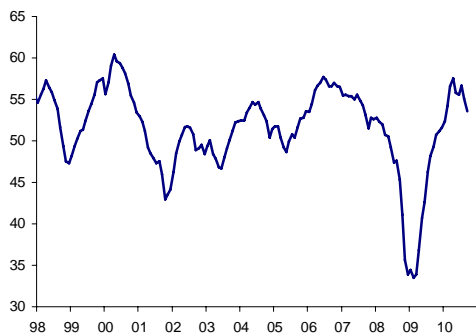
USA: Fiducia del consumatore



Fonte: Bloomberg

L'indice sulla fiducia del consumatore è sceso al minimo dallo scorso febbraio. I 5 punti di discesa rispetto al mese scorso sono da attribuire principalmente alla componente aspettative che è stata influenzata dalla difficoltà dell'economia statunitense nel creare occupazione. L'altro indicatore del consumo privato quello dell'Università del Michigan è un po' meno negativo, basandosi sui piani di spesa delle economie domestiche che sono supportati dal contenuto aumento delle retribuzioni. Il consumo privato è dunque destinato a crescere in modo anemico, senza tuttavia contrarsi.

Eurolandia: PMI Index



Fonte: Bloomberg

Il PMI europeo ha continuato la sua discesa, seguendo il suo omologo americano con alcuni mesi di ritardo. L'andamento è causato dall'elevata disoccupazione che è scesa con decisione solo in Germania e dal rallentamento in atto a livello globale. La Germania è in discesa di 3 punti, mentre Spagna e Irlanda segnalano una contrazione. La forza dell'euro sarà di ostacolo nei prossimi mesi alle esportazioni che restano il motore di crescita più importante per l'economia europea.

Prospettive sulla crescita economica

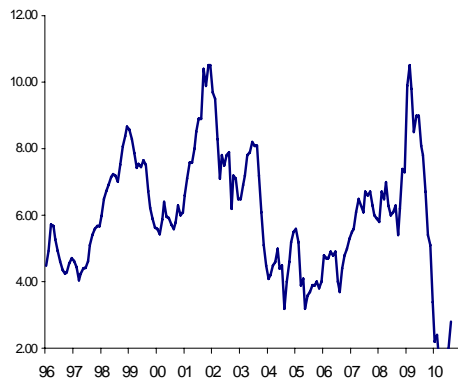
La pubblicazione di dati economici migliori delle aspettative sono continuate per le prime 3 settimane del mese, lasciando poi lo spazio a numeri meno brillanti, come l'indice ISM e la fiducia dei consumatori negli Stati Uniti. Crediamo che l'andamento congiunturale sarà nell'emisfero occidentale caratterizzato da una crescita anemica. Un segnale importante in questa direzione è l'atteggiamento della Fed che si è detta pronta a sostenere economia e a impedire di lasciarla scivolare in deflazione, per il momento iniettando nuova liquidità al sistema finanziario attraverso l'acquisto di obbligazioni statali. La Fed cerca di ravvivare il meccanismo di trasmissione tra massa monetaria e creazione del credito che non funziona ancora a dovere, non solo per il comportamento più prudente delle banche, ma anche per una mancanza di domanda. Le famiglie restano guardinghe nel pianificare le loro spese, in quanto se da una parte le retribuzioni stanno lentamente aumentando, dall'altro la disoccupazione non scende a sufficienza per tranquillizzare il consumatore. Di conseguenza il consumo privato statunitense crescerà nella seconda parte dell'anno al di sotto del 2%, confermando la fase di stanca della congiuntura.

Il fattore positivo è da ricercare nello sviluppo economico dei paesi emergenti che al contrario ha dato prova di forza. Se da una parte la crescita di questi paesi dipende ancora dalla domanda dell'Occidente, dall'altra il consumo domestico è in fase di espansione. Se, come da previsto, la crescita nei paesi sviluppati non scadrà in recessione, i tassi di crescita del PIL dei paesi emergenti si manterranno ancora elevati.

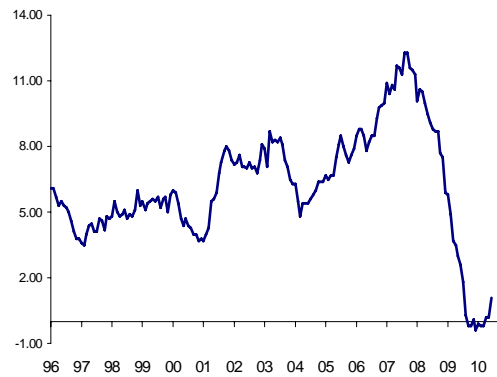
Secondo indicatore: condizioni monetarie

A) Massa monetaria

USA: M2 (crescita annuale)



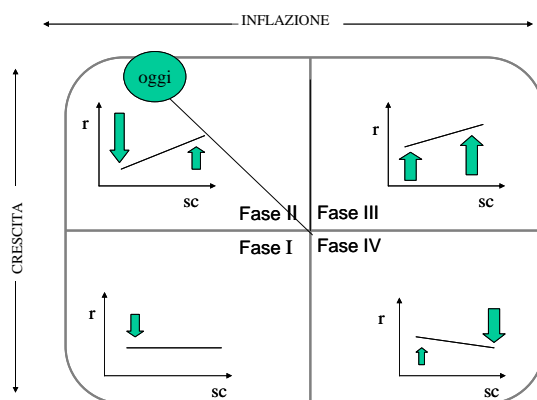
Eurolandia: ECB M3 (crescita annuale)



Fonte: Bloomberg

La massa monetaria europea M3 ha dato segni di vita importanti, con una crescita che ha raggiunto il massimo dell'ultimo anno. Interessante la ripresa sia dei prestiti immobiliari che quelli per il consumo. Anche se da verificare nei prossimi mesi, il meccanismo di trasmissione ha iniziato a funzionare.

B) Scenario economico e Yield curve

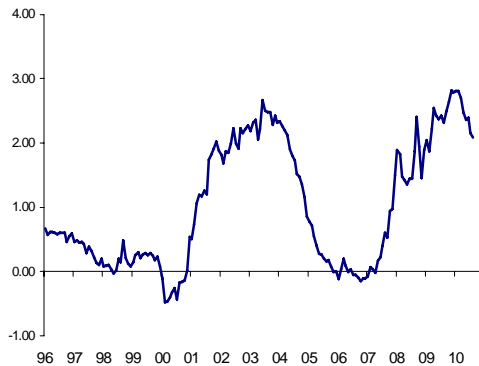


La Fed è pronta per la seconda fase del quantitative easing. Per il momento ha annunciato l'acquisto di obbligazioni governative, ma è disposta ad intraprendere passi maggiori se la congiuntura dovesse indebolirsi ulteriormente (eventualità che al momento è tutt'altro che certa). Alla Fed interessa in modo particolare, evitare che l'economia scivoli in deflazione e vanifichi tutto quanto è stato fatto per sostenere la congiuntura.

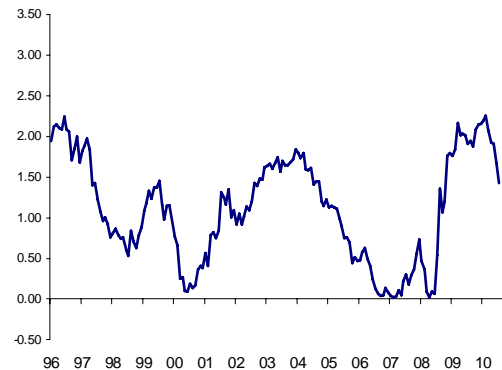
Utilizziamo quest'indicatore, in quanto esiste una chiara relazione tra lo scenario economico, espresso in crescita congiunturale e inflazione, con l'inclinazione della yield curve e l'andamento del mercato azionario. In questo contesto, la yield curve è definita come la differenza tra i rendimenti delle 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 tenderà all'appiattimento, dato che da una parte i tassi a breve ormai non hanno più margine di discesa e dall'altra perché la domanda strutturale sul lungo saprà sempre mitigare gli effetti di una, per quanto improbabile, accelerazione dell'inflazione. Crediamo che le scadenze medie (2-5 anni) siano vulnerabili a qualsiasi notizia meno negativa sull'economia e non sia giustificato, da un punto di vista rischio/rendimento, investire su queste scadenze. La parte a lungo della curva dei rendimenti può essere pizzicata tatticamente solo su debolezza.

C) Obbligazioni: corporate spread

Credit spread obbligazioni corporate in EUR

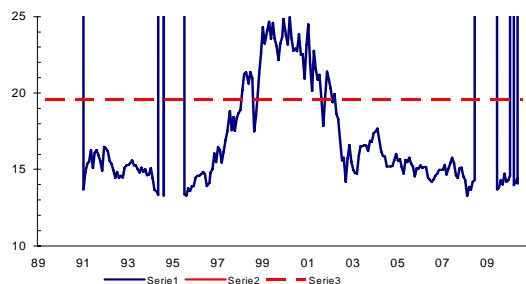


Fonte: Bloomberg

Continuiamo a trovare interessanti opportunità d'investimento nel segmento corporate, su emittenti al di fuori dei finanziari, trovando ottimi rendimenti anche in società dei mercati emergenti (ad esempio in Messico, Brasile e Dubai). 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

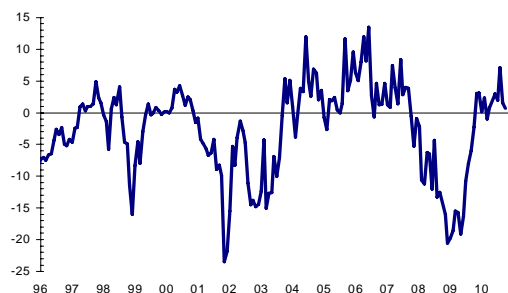
I multipli di valutazione non si scostano dai minimi degli ultimi mesi. Le aspettative su crescita economica e inflazione sono troppo basse per permettere una dilatazione del price/earning. Solo se la Fed riuscirà attraverso le sue misure a scongiurare la deflazione e a creare occupazione, assisteremo a un aumento dei multipli di valutazione.

Quarto indicatore: la dinamica degli utili (EPS Momentum)

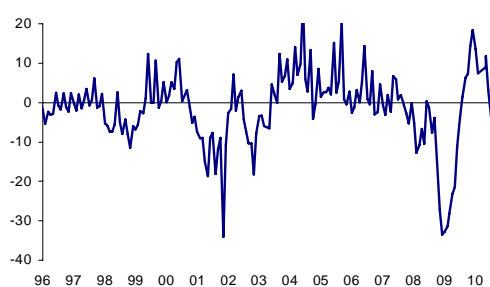
L'EPS momentum mostra debolezza alla vigilia della pubblicazione degli utili del terzo trimestre. Quest'ultimi dovrebbero risultare positivi, malgrado la debolezza dell'economia occidentale. Di conseguenza è probabile una ripresa dell'EPS Momentum nelle prossime settimane. Questo movimento dovrebbe essere di breve durata, in quanto da tempo riteniamo che le stime dei profitti per il 2011 siano troppo alte. Il processo di taglio delle stesse è già iniziato il mese scorso e dovrebbe occupare gli analisti per tutto il resto dell'anno. Dopo una crescita ormai vicina al 35% nel 2010, le previsioni per l'anno prossimo si attestano al 14.5%, ancora troppo elevate.

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

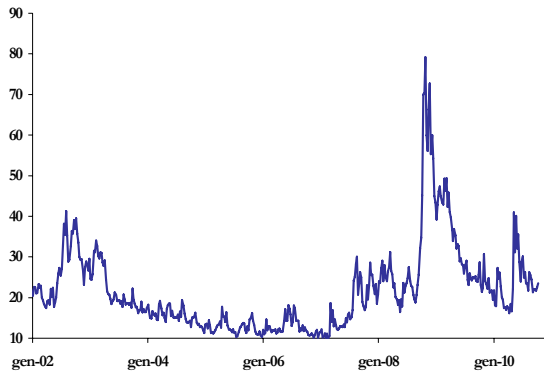


Fonte: Nomura



Quinto indicatore: il sentimento

Indice VIX (volatilità) sul CBOE

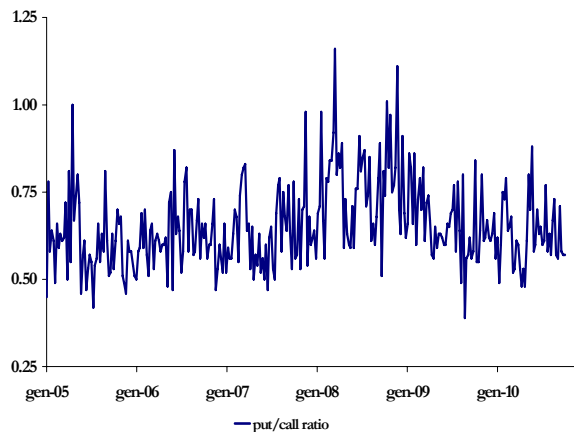


Fonte: Bloomberg

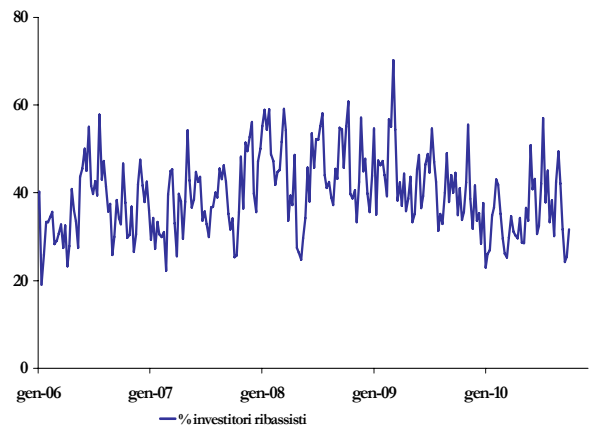
Malgrado il buon andamento del mercato la volatilità fatica a scendere sotto 20 come era stato il caso all'inizio dell'anno. È possibile che ci riesca nelle prossime settimane, ma non crediamo che possa rimanerci stabilmente nei mesi a venire.

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 diminuita nelle scorse settimane e segnala, oltre a un gran positivism, anche la possibilità di una 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.