



Politica d'investimento

Aprile 2018 - 2° Trimestre



La politica d'investimento viene pubblicata trimestralmente ed è suscettibile di modifiche in qualsiasi momento. Sebbene quanto riportato nell'allegato sia fondato su informazioni ritenute attendibili, non possiamo assumere alcuna responsabilità riguardo alla completezza e all'esattezza dei contenuti, nonché alla qualità presente e soprattutto futura dei titoli selezionati.

3	Il Punto
4	Panorama economico
6	Strategia valutaria
8	Strategia obbligazionaria
10	Strategia azionaria

Gestione Patrimoniale

12	Concetto di Gestione Patrimoniale
14	Asset Allocation Tattica
16	Contatti

Dopo un avvio molto forte nel mese di Gennaio i mercati si sono scontrati con le paure inflazionistiche che hanno causato, ai primi di Febbraio, una correzione molto marcata e veloce delle quotazioni. Questa veloce correzione ha dato il via allo smantellamento delle molte - troppe - strategie "short volatilità" che si erano accumulate e che nel corso del 2017 avevano portato il VIX ad attestarsi su livelli minimi storici.

Dopo un iniziale recupero i mercati sono incappati in una serie di "incidenti" di percorso che ne hanno condizionato la ripresa del trend di rialzo. Lo scandalo Cambridge Analytica che ha colpito Facebook e i tweet presidenziali che hanno riguardato Amazon, hanno scatenato la seconda gamba di ribasso delle quotazioni, nella quale ha ceduto anche il settore tecnologico fino a quel momento *leading* nel mercato.

Le rinnovate tensioni geopolitiche in Medio Oriente e le minacce di introduzione di dazi USA nel commercio specie con la Cina, hanno contribuito a mantenere alta la volatilità e le incertezze sul mercato. Pensiamo che questo clima rimarrà a condizionare la ripresa del trend di crescita dei mercati azionari ancora per qualche tempo. Sul fronte tassi il clima di incertezza ha impattato principalmente sugli spread, che hanno visto allargamenti generalizzati sia sul credito sia nei mercati emergenti.

Sulle curve dei tassi d'interesse prosegue il movimento di *flattening*, mentre i tassi reali - specie in Europa - rimangono inspiegabilmente negativi malgrado una generalizzata maggiore fiducia nella ripresa del ciclo economico in atto.

In generale il 2018 si sta dimostrando un anno di più difficile interpretazione sia sul fronte tassi sia in termini di direzione dei mercati azionari. Confidiamo che il trend di crescita economica e di stima degli utili prosegua e questo possa dare supporto agli attivi di rischio.

I temi trainanti sul fronte azionario rimarranno nell'ambito della tecnologia, della biotecnologia e delle medie e piccole capitalizzazioni.

In campo tecnologico la rivoluzione industriale portata dalla diffusione della robotica, dell'intelligenza artificiale sono destinate a proseguire, ma - salvo alcune eccezioni - non ha ancora portato a sperimentare bolle nelle valorizzazioni societarie.

Le biotecnologie rappresentano la nuova frontiera della farmaceutica, che ha visto esaurirsi le possibilità di sviluppo legate alla pura biochimica e che sta rivolgendosi sempre più alla genetica.

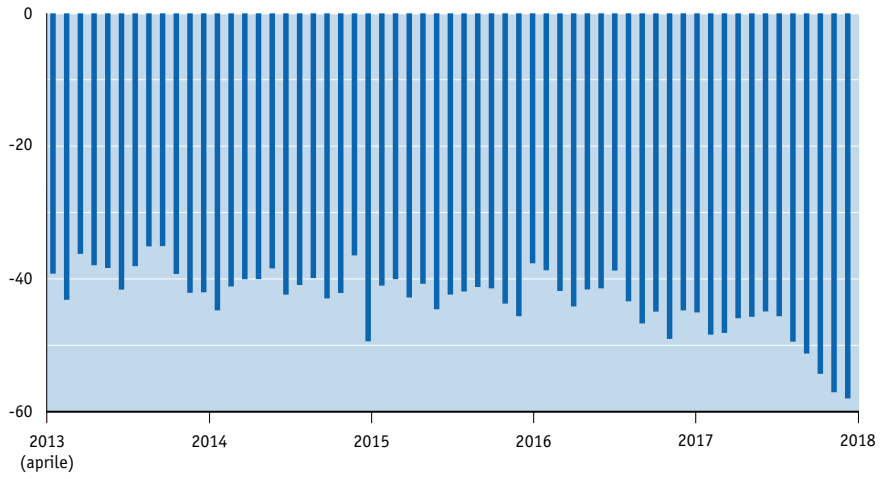
Infine le piccole e medie capitalizzazioni sono quelle che maggiormente beneficiano del diffuso trend di crescita economica in atto.

Il contesto Analizzando la situazione attuale dal punto di vista politico, lo scenario europeo è caratterizzato da una certa stabilità, con l'insediamento del quarto governo Merkel e l'attesa per la formazione di un governo allargato anche in Italia, dopo un risultato elettorale senza un chiaro vincitore. L'attenzione degli osservatori politici si sta quindi focalizzando sulla guerra commerciale tra USA e Cina, attuata attraverso l'applicazione di dazi su alcune categorie di beni importati. La volontà di intervenire sugli scambi commerciali, già manifestata dal Presidente Trump, è diventata una realtà ed è stata seguita immediatamente da un analogo provvedimento da parte cinese. Le conseguenze dei timori di un rallentamento dell'economia mondiale dovuto a questi avvenimenti (oltre a problematiche legate ai titoli del settore tecnologico) si sono manifestate sia sul mercato dei titoli governativi, con i rendimenti su livelli vicini ai minimi dell'anno, sia sui mercati azionari, con una correzione marcata dai massimi di gennaio. Sottolineamo tuttavia che si tratta di eventi contingenti, che al momento non fanno presagire una crisi geopolitica più significativa.

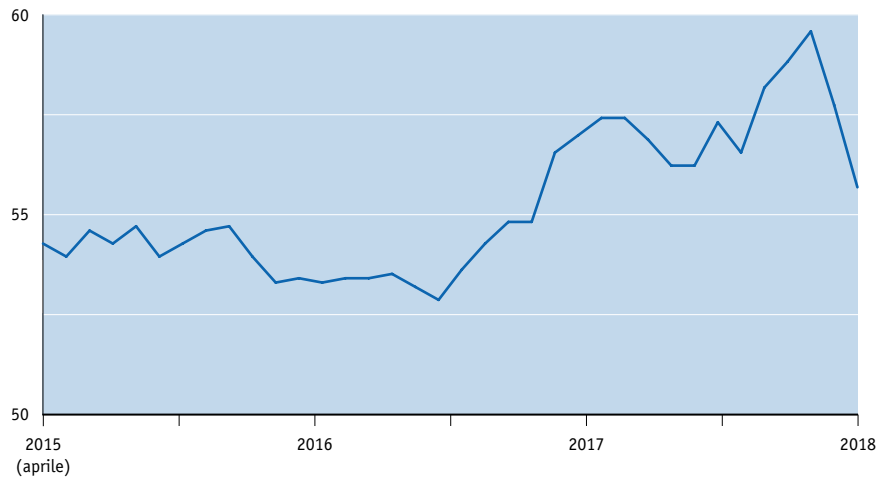
Indicatori macroeconomici in territorio positivo Il quadro macroeconomico generale resta orientato in senso positivo. Nello specifico, gli Indici PMI continuano a rimanere impostati in territorio positivo, con una rinnovata convergenza tra gli indicatori USA e quelli europei. Gli indici che misurano le sorprese macroeconomiche, dopo aver toccato livelli molto elevati, stanno lentamente rientrando. Gli Indici che misurano le condizioni finanziarie rimangono su livelli accomodanti, pur ritracciando dai massimi. I *leading indicators* continuano a mostrare segni di ripresa, dopo una fase di stasi. L'indicatore veloce della Fed di Atlanta che misura la crescita del GDP è orientato al 3%. La disoccupazione negli Stati Uniti è ai minimi.

L'inflazione in crescita negli USA prelude ad ulteriori rialzi-tassi, mentre resta contenuta nell'Eurozona e in Giappone Per quanto riguarda le politiche monetarie delle banche centrali, l'inflazione sotto controllo sta garantendo un graduale rialzo dei tassi in America mentre in Europa ancora non è stata chiaramente delineata da parte della BCE la dinamica dell'uscita dal QE. Inoltre, come si prevedeva, alla costante divergenza tra la politica monetaria della Federal Reserve e quella delle banche centrali dei principali Paesi industrializzati si è sommata la notevole discordanza dell'inflazione corrente e di quella prevista. Alla fine del primo trimestre l'inflazione dei prezzi al consumo nell'Eurozona ha segnalato un moderato aumento su base annua all'1,40%, ma secondo la BCE l'inflazione nell'area dell'Euro si manterrà costante intorno all'1,50% sino alla fine dell'anno. In Giappone l'inflazione prevista è in leggero rialzo, trainata dalla crescita dei salari e dai rincari dei terreni e dei beni importati, ma come in Europa l'aumento dei prezzi probabilmente sarà graduale. Invece il CPI statunitense di marzo rileva un tasso d'inflazione del 2,40% su base annua.

Deficit Bilancia commerciale dei beni e servizi negli USA (miliardi di Dollari)



Indice PMI Composito Eurozona



Moderatamente ottimisti sulla forza relativa dell'Euro

Lo scenario base al quale assegniamo maggior probabilità per il cross Eur-Usd è che il tasso di cambio continui a scambiare nel *range* 1.20 – 1.25. La recente debolezza dell'Euro è principalmente legata ai dati macroeconomici di fine trimestre al di sotto delle attese. Riteniamo tuttavia che questa flessione sia normale dopo aver registrato una serie di mesi molto forti.

Un aspetto che il mercato attualmente non sembra considerare è la nomina del nuovo governatore della Banca centrale europea. Il mandato di Mario Draghi finirà il prossimo anno ma l'annuncio del suo successore dovrebbe avvenire a breve. La nomina del Tedesco Jens Weidmann dovrebbe essere favorevole, in termini di forza relativa, alla moneta unica.

Prosegue la debolezza del Franco svizzero

L'inflazione svizzera continua a sottoperformare il resto d'Europa costringendo la Banca Nazionale Svizzera a rimanere accomodante ed intervenire sul mercato forex in caso di improvvisi spike. Riteniamo che il permanere del franco debole indurrà investitori svizzeri a ridurre le coperture sugli assets valutari esteri. Ad esempio, i fondi pensione svizzeri hanno alzato la quota di investimenti in divise estere.

Anche per il secondo trimestre rimaniamo piuttosto negativi sul Chf. Sugeriamo di mantenere le esposizioni correnti sulla divisa, con un target di 1.20 per il tasso di cambio Eur-Chf.

Lo Yen giapponese preserva il suo ruolo di bilanciamento dei rischi del portafoglio forex

Pensiamo che la divisa giapponese possa tornare ad apprezzarsi non solo in condizioni di risk off, per via del suo storico ruolo di moneta rifugio, ma anche per l'uscita del Paese dalla fase di politica monetaria espansiva. Il target d'inflazione è raggiunto e in generale la situazione macro-economica è buona. In questo senso l'esposizione allo Jpy potrebbe avere – nei prossimi mesi - un importante ruolo nel bilanciare il rischio globale di un portafoglio valutario.

Rimaniamo rialzisti sulle divise scandinave

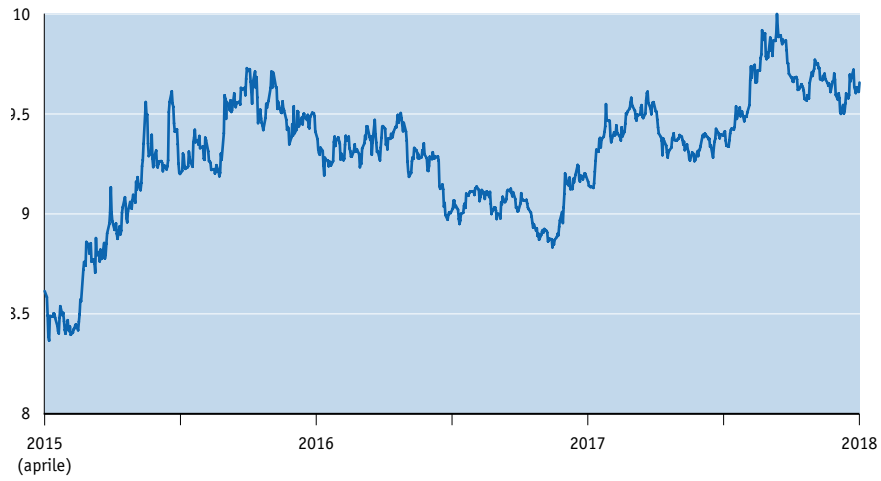
La corona svedese è la *worst performer* tra le valute nel mondo G10 dell'ultimo mese del primo trimestre. La sottoperformance è iniziata da un dato inflattivo debole e dalla conseguente retorica della banca centrale sulla continuazione della fase espansiva. Ad estendere il movimento ci hanno pensato i fondi CTA che al momento si trovano estremamente short di Sek. Riteniamo che ai livelli attuali la divisa offra valore e suggeriamo di attendere il giusto trigger in grado di stimolare l'inversione del trend per aprire posizioni long sulla divisa.

A differenza della corona svedese, quella norvegese ha mostrato un'ottima tenuta nelle ultime settimane del trimestre e, da un punto di vista fondamentale, resta interessante. Tuttavia il fatto che il mercato sconti già il rialzo dei tassi d'interesse in settembre-ottobre ci fa propendere per un consolidamento di gran parte dell'investimento in Nok. Solo a seguito di un eventuale ritracciamento, dovuto alla chiusura di posizioni lunghe, si potrà cogliere nuovamente l'occasione di investimento nella divisa.

Tasso di cambio EUR-USD



Tasso di cambio EUR-NOK

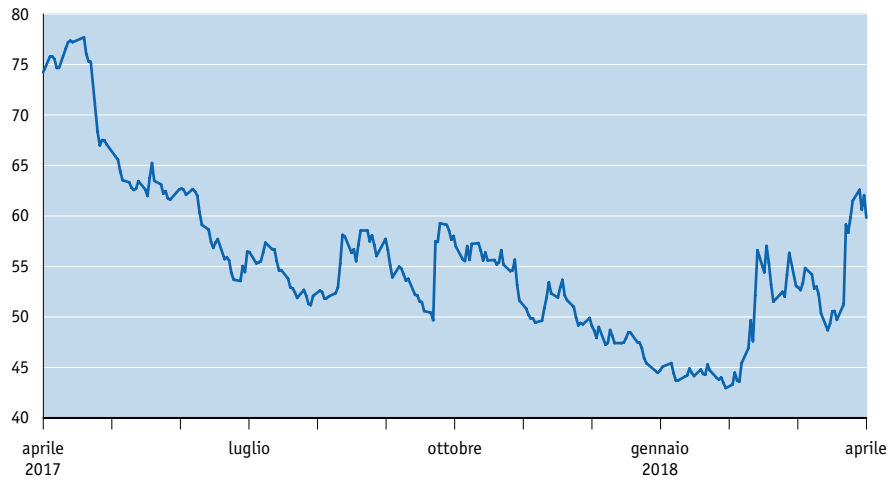


Il contesto A fine trimestre il movimento di *flattening* è ripreso sia sulla curva statunitense sia su quella europea: i rendimenti sulle parti lunghe in Europa si sono riposizionati su livelli difficilmente comprensibili in chiave fondamentale, e anche negli USA restano ben ancorati nonostante l'intenzione manifestata dalla Fed di proseguire con regolarità nel ciclo di rialzi gradualmente previsto per il prossimo biennio. L'esito incerto delle elezioni italiane non ha invece avuto conseguenze significative sui mercati e non ha intaccato il trend di compressione degli spread periferici europei, guidato da Spagna e Portogallo. Gli spread su obbligazioni societarie, sia *investment grade* che *high yield*, si sono allargati coerentemente con l'avversione al rischio innescata sul mercato azionario. In termini assoluti gli spread restano comunque abbastanza contenuti e non rendono particolarmente attrattivo il segmento corporate nel suo complesso. Sugeriamo quindi di mantenere un approccio selettivo, alla ricerca di singole opportunità che emergono periodicamente sul mercato del credito.

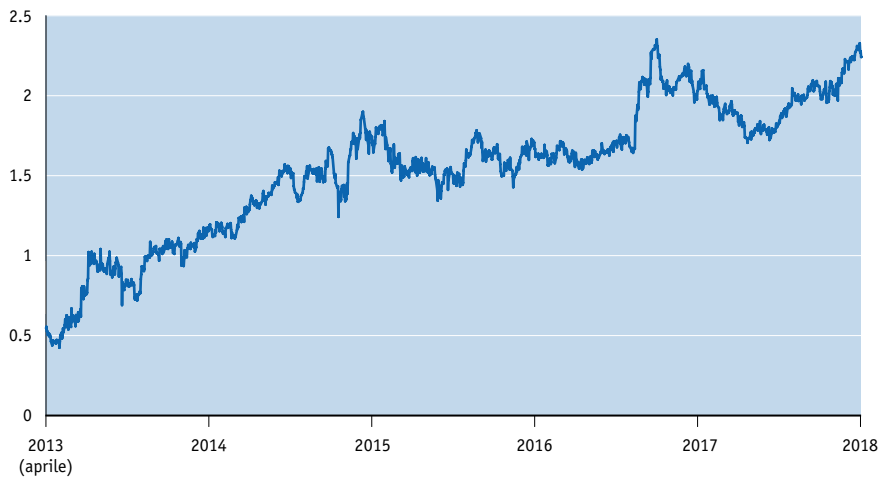
Da evitare duration elevate sui mercati europei Continuiamo a ritenere che i rendimenti in Europa siano posizionati su livelli troppo bassi e poco sostenibili, pur consapevoli che l'azione della Bce continuerà ad offrire un supporto ai prezzi. Il ritorno dei rendimenti del Bund sui livelli di inizio anno ci ha sorpreso, ma lo reputiamo dovuto più a fattori tecnici e di posizionamento piuttosto che a reali cambiamenti nei fondamentali. Siamo convinti che nei prossimi mesi assisteremo ad un processo di normalizzazione dei rendimenti, seppur in modo lento e discontinuo. In questo senso suggeriamo di evitare esposizioni a titoli con *duration* elevata in Euro e Sterline.

Spread tra curva americana e tedesca in allargamento In termini relativi desta particolare attenzione l'andamento dello spread tra tassi americani e tedeschi. Il differenziale di rendimento tra i due decennali ha raggiunto massimi di periodo attorno a 230 punti base. Riteniamo che questi livelli siano troppo elevati, dato l'andamento non troppo difforme tra le economie. Le aspettative di rialzo della Fed sono a nostro avviso troppo alte: se la Fed dovesse davvero alzare i tassi come previsto (3 volte quest'anno più 3 il prossimo) l'effetto restrittivo sull'economia si farebbe sentire in modo importante. Il 3% sul decennale dovrebbe essere quindi un livello di forte resistenza. Sugeriamo infine di scommettere sul *flattening* della curva italiana, nella convinzione che ciò possa dare un contributo positivo in tutte le condizioni di mercato: la curva italiana resta infatti tra le più *steep* a livello globale.

Spread tra Corporate Investment grade e Governativi area Euro (Itraxx main)



Differenziale di rendimento decennale Usa - Germania



Il contesto Ci siamo lasciati alle spalle un trimestre particolarmente turbolento, con l'S&P 500 che negli USA ha registrato le peggiori performance da Gennaio 2016. Le cose non sono andate particolarmente meglio sul fronte Europeo e su quello Asiatico: a fine trimestre gli indici si trovavano rispettivamente a -11.5% e a -15.5% dai massimi di Gennaio. Più che di un movimento *one-off* di pochi giorni, si è trattata della terza correzione dall'inizio dell'anno, a cui ci siamo avvicinati progressivamente, partendo dal 13 Marzo, quando Trump ha annunciato il licenziamento con contestuale sostituzione del segretario di Stato Tillerson, a favore del più intransigente in tematiche di politica estera Pompeo. Da lì è seguita una escalation di "provocazioni" in materia di commercio internazionale, che ha dapprima visto la proposta di imposizione di dazi su acciaio ed alluminio importati negli Stati Uniti (da cui in un secondo momento Argentina, Australia, Brasile, South Korea e EU sono state esentate) per poi attaccare più specificamente la Cina, con l'annuncio di eventuali tariffe su oltre 60 billion USD di merce che dalla Cina arriva ogni anno negli USA. La reazione Cinese è stata molto più pacata delle attese: ha "contrattaccato" con tariffe su soli 3 miliardi di USD di merce prodotta negli USA (ben poca cosa rispetto agli oltre 60 che inviano loro negli Stati Uniti) e lo stesso Mnuchin si è detto ottimista circa il raggiungimento di un accordo commerciale.

A condizionare il mercato sono intervenuti anche fattori specifici come lo scandalo Cambridge Analytica che ha colpito Facebook. La correzione del titolo in borsa ha dato il via ad una correzione più generalizzata dei titoli tecnologici e in particolare del settore legato a internet.

Un forte incremento della volatilità La fase di consolidamento dei mercati azionari è stata accompagnata da un importante aumento della volatilità che a sua volta, come in una sorta di circolo vizioso, ha causato correzioni ancora più marcate. Il repentino movimento era stato in parte anticipato dal mercato dei cambi (con le monete rifugio quali CHF e JPY particolarmente forti nei giorni precedenti la correzione) e probabilmente causato da un nuovo movimento al rialzo dei tassi lunghi sia negli USA che in Europa: i decennali si sono riportati sul 2,8% negli USA e 0,75% nell'area Euro.

Non ritenendo che ci siano le basi macroeconomiche per l'inizio di un *bear market* (dal momento che le politiche monetarie rimangono espansive e i fondamentali supportano una accelerazione della crescita economica) pensiamo che tale correzione sia stata più verosimilmente causata da un eccesso di leva dettato dalla bassa volatilità che aveva a sua volta portato etf, fondi *risk parity* e *volatility-control* a costruire posizioni estreme. In questo senso, lo *spike* di volatilità può considerarsi quasi "salutare", avendo ripulito il mercato dagli eccessi in *short volatility strategy*. Un esempio di ciò è offerto dall'andamento dell' etf di Credit Suisse riportato in figura, che dopo un crollo marcato nel primo trimestre 2018 è stato liquidato.

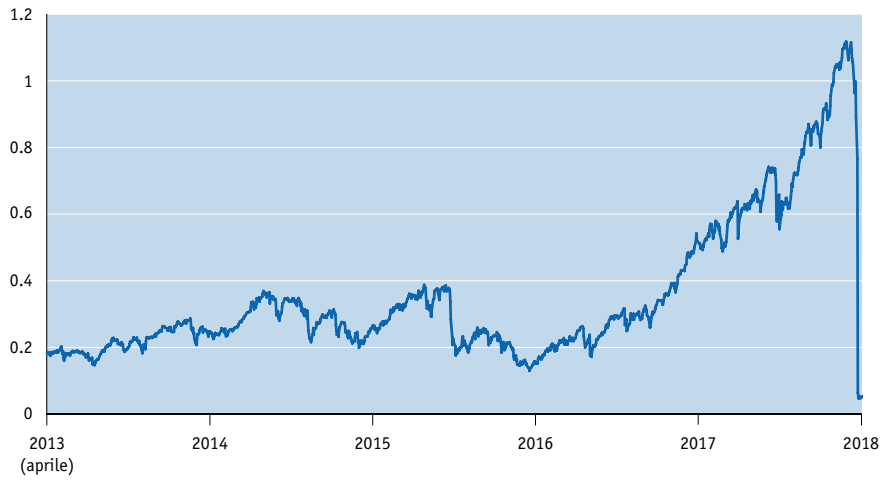
Verosimilmente, il danno tecnico provocato da questa fase di volatilità e di correzione violenta dovrebbe portare ad un periodo - possibilmente di qualche mese - di fase laterale dei mercati.

Utili e valutazioni dei mercati azionari negli Stati Uniti e in Europa L'epicentro di quella che ormai si può definire la terza gamba ribassista del primo trimestre è da ricercarsi nel settore *tech* USA, che sta ora scontando gli eccessi valutativi a cui tali società venivano prezzate.

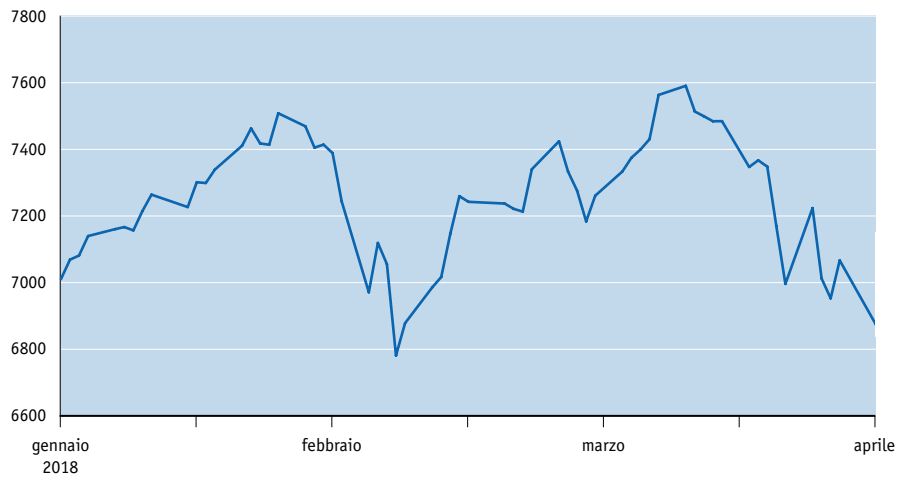
Ex tech, a livello valutativo non riteniamo vi siano delle "bolle" in atto. Infatti, vi sono importanti segnali di ripresa della crescita degli utili sia negli USA che in Europa e, se le stime di *earnings* si rivelassero corrette, sulla fine del 2018 il PE *1year forward* sull'S&P 500 si aggirerebbe intorno a 15X ed ancora più basso sarebbe quello europeo (circa 14X).

In termini relativi, proprio l'Europa dopo diversi anni sta sovraperformando. La ragione va ricercata nella composizione dell' indice, meno *tech weighted* rispetto agli USA. All'interno del contesto europeo, il FTSE MIB si sta rivelando uno degli indici più forti, segno che gli operatori di mercato non sembrano essere preoccupati della situazione politica del Belpaese.

Indice/Etf Credit Suisse Inverso di volatilità sull'S&P 500



Indice Nasdaq Composito



Obiettivi

L'obiettivo principale della nostra gestione è tendere al rendimento assoluto. Sull'arco di 12 mesi vogliamo ottenere una crescita positiva del capitale, contenendo il più possibile le oscillazioni negative dovute ai movimenti al ribasso sui mercati finanziari.

Filosofia d'investimento

Per arrivare a questo risultato applichiamo una filosofia di gestione che si basa sui seguenti punti:

- forte riduzione della variabile emozionale
- limitazione dei drawdown
- disciplina nella costruzione di portafoglio
- composizione degli interessi
- limitata presunzione del timing di mercato

Struttura dei portafogli

Profilo d'investimento	Classe di rischio	Cash	Limiti massimi d'investimento (in%)				Diversificazione Valutaria
			Obbligazioni Investment Grade (>=BBB-)	Obbligazioni non Investment Grade (<BBB-)	Azioni	Altri Fondi*	
Reddito	Bassa	100	100	0	0	5	15
Reddito Plus	Medio-bassa	50	100	15	15	15	15
Dinamico	Media	30	100	20	30	25	25
Bilanciato	Medio-alta	30	80	20	50	25	25
Crescita	Alta	30	50	20	75	30	25
Azionario	Molto alta	30	50	20	100	30	25

* Fondi con gestione non direzionale, fondi total return, fondi di fondi

La limitazione dei drawdown tramite il compounding degli utili - definita da Einstein l'ottava meraviglia del mondo - consente di maturare utili anche sugli utili, innescando un effetto "palla di neve" che porta a una crescita del capitale investito nel lungo termine. La novità principale nell'approccio sta proprio nel modo in cui limitare le perdite: in passato si stemperava la volatilità di portafoglio investendo in strumenti ritenuti privi di rischio, ovvero le obbligazioni. Oggi la protezione offerta da questi strumenti in parecchi casi è al più limitata, mentre nel medio-lungo termine l'investimento obbligazionario tradizionale può addirittura incrementare il rischio di portafoglio, specie se si considera che negli ultimi tempi borse e obbligazioni sono cresciute in perfetta sincronia.

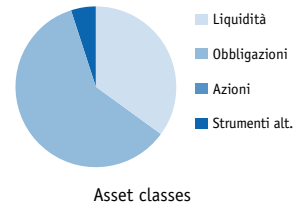
L'introduzione di strategie sistematiche consente a nostro parere di ridurre il rischio di portafoglio e di poter generare utili proteggendo il capitale investito anche con mercati difficili. Tali strategie per il loro approccio freddo e meccanico mitigano fortemente la variabile emotiva che guida e condiziona le scelte d'investimento e si basano sul concetto che è meglio partecipare al movimento di mercato in essere piuttosto che anticipare un movimento o un cambiamento di tendenza. Su queste basi i prezzi espressi dal mercato sono i migliori indicatori della tendenza in essere. A differenza di quelle tradizionali, le strategie sistematiche possono partecipare anche ai movimenti ribassisti dei prezzi di mercato e combinate a un approccio di analisi fondamentale più classico sono in grado di compensare forti movimenti al ribasso come quelli del 2008 o del 2011.

In sintesi il buon senso, la sistematicità e la disciplina nell'approcciare gli investimenti sono le basi su cui costruiamo i portafogli dei nostri clienti.

Ripartizione per classi di attivi

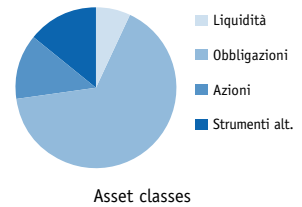
Reddito

Liquidità	35
Obbligazioni	60
Azioni *	-
Strumenti alternativi	5
	100



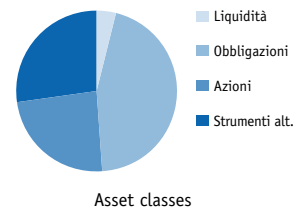
Reddito Plus

Liquidità	7
Obbligazioni	66
Azioni *	13
Strumenti alternativi	14
	100



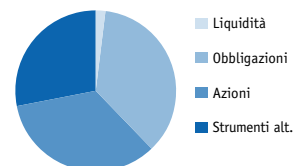
Dinamico

Liquidità	4
Obbligazioni	45
Azioni *	24
Strumenti alternativi	27
	100



Bilanciato

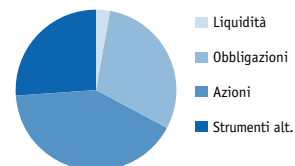
Liquidità	2
Obbligazioni	36
Azioni *	34
Strumenti alternativi	28
	100



Asset classes

Crescita

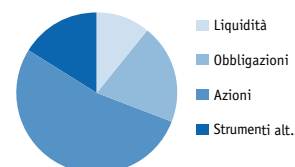
Liquidità	3
Obbligazioni	30
Azioni *	41
Strumenti alternativi	26
	100



Asset classes

Azionario

Liquidità	11
Obbligazioni	20
Azioni *	53
Strumenti alternativi	16
	100



Asset classes

* parte della quota azionaria può essere coperta con opzioni o futures sull'indice

CONTATTI

Responsabile Area Finanziaria

P. Scibona Tel. +41 (0)91 910 73 79

Gestione Patrimoniale-Ricerca e Analisi

G. Flematti Tel. +41 (0)91 910 72 38

F. Marcantoni Tel. +41 (0)91 910 72 41

G. Bertoli Tel. +41 (0)91 910 72 08

M. Bergamaschi Tel. +41 (0)91 910 73 76

R. Bracchi Tel. +41 (0)91 910 72 30

F. Incoronato Tel. +41 (0)91 910 72 34

F. Labate Scappatura Tel. +41 (0)91 910 72 47

Consulenza Clientela

C. Buono Tel. +41 (0)91 910 72 68

M. Donelli Tel. +41 (0)91 910 73 03

A. Walter Tel. +41 (0)91 910 73 01

E. Bizzozero Tel. +41 (0)91 910 72 31

D. Piffaretti Tel. +41 (0)91 910 72 10

A. Gelsi Tel. +41 (0)91 910 72 39

C. Croci Tel. +41 (0)91 910 72 32

A. Brunetti Tel. +41 (0)91 910 72 33

F. Trizzino Tel. +41 (0)91 910 72 72

P. Paganucci Tel. +41 (0)91 910 72 79

Sala Mercati

F. Casari Tel. +41 (0)91 910 73 19

J. Brignoni Tel. +41 (0)91 910 73 96

M. Maetzler Tel. +41 (0)91 910 73 17

M. Montalbetti Tel. +41 (0)91 910 73 82

Succursale Chiasso

R. Piccioli Tel. +41 (0)91 910 71 76

A. Novati Tel. +41 (0)91 910 71 78

M. Frigerio Tel. +41 (0)91 910 71 74

Succursale Bellinzona

A. Bottoli Tel. +41 (0)91 910 73 31

A. Giamboni Tel. +41 (0)91 910 73 33

I. Giamboni Tel. +41 (0)91 910 73 28

Succursale Locarno

L. Soldati Tel. +41 (0)91 910 72 56

C. Lanini Tel. +41 (0)91 910 72 52

Banca del Sempione (Overseas) Ltd., Nassau

B. Meier Tel. +1 242 322 80 15

INDIRIZZI

Banca del Sempione SA

Sede sociale e Direzione generale

Lugano

Via P. Peri 5

CH – 6900 Lugano

Succursali

Bellinzona

Viale Stazione 8a

CH – 6500 Bellinzona

Chiasso

Piazza Boffalora 4

CH – 6830 Chiasso

Locarno-Muralto

Via della Stazione 9

CH – 6600 Locarno-Muralto

Tel. +41 (0)91 910 71 11

Fax +41 (0)91 910 71 60

banca@bancasempione.ch

www.bancasempione.ch

Affiliate

Sempione SIM

**(Società di intermediazione
mobiliare) SpA**

Sede sociale e Direzione generale

Via M. Gonzaga 2

I – 20123 Milano

Tel. +39 02 30 30 35 1

Fax +39 02 30 30 35 22/24

Filiale di Lecco

Piazza Lega Lombarda 3

Piano 4°, scala A

I – 23900 Lecco

Tel. +39 0341 36 97 06

Fax +39 0341 37 06 30

info@sempionesim.it

www.sempionesim.it

Banca del Sempione (Overseas) Ltd.

George House, George Street

Nassau, The Bahamas

Tel. +1 242 322 80 15

Fax +1 242 356 20 30

bsoverseas@sempione-overseas.com

Base Investments SICAV

20, Boulevard Emmanuel Servais

L – 2535 Luxembourg

info@basesicav.lu

www.basesicav.lu

www.bancasempione.ch