



BANCA DEL SEMPIONE
SIMPLON BANK
BANQUE DU SIMPLON

Politica d'investimento

Luglio 2019 - 3° 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

La minaccia di un'estensione delle guerre commerciali americane continua a incidere sul clima di fiducia. In più, il rallentamento del secondo trimestre, dopo un primo favorito da fattori transitori, alimenta timori sulle prospettive economiche europee. Anche se i mercati obbligazionari paiono incorporare una valutazione troppo pessimistica delle prospettive, le banche centrali si preparano comunque a reagire all'eventualità di sviluppi negativi inattesi.

Le politiche monetarie sono tornate verso un orientamento espansivo. La Federal Reserve, che aveva già sospeso i rialzi dei tassi ufficiali, recentemente ha aperto alla possibilità di un taglio, che potrebbe avvenire nei prossimi mesi. La Banca Centrale Europea ha lanciato un nuovo programma di liquidità condizionato a target creditizi (TLTRO III) e prospettato altre misure (modifiche all'orientamento, ripresa del *quantitative easing* o tagli dei tassi a livelli ancora più negativi) se i dati non miglioreranno. Il movimento dei tassi di interesse a medio e lungo termine negli ultimi mesi è stato al ribasso, rinforzando il cambiamento di direzione delle politiche monetarie.

Nel breve termine, rimangono alcuni importanti fattori di incertezza. Innanzitutto, nonostante al summit del G20 sia stata pattuita una tregua tra il presidente Trump e Xi, riteniamo che questa situazione di incertezza possa continuare fintanto che i benefici del mantenere gli attributi di "super potenza" restino superiori ai costi scaturenti dal distruggere la potenza rivale. Si tratta infatti di un confronto tra una grande potenza che sente la sua egemonia minacciata ed una potenza rivale che ambisce a prenderne il posto. Questo si concretizza in una serie di aree quali quella militare, economica, culturale e di imposizione della propria *governance* come standard. Al momento l'interesse di Trump è quello di mostrare di "prendercela con un nemico straniero" (mossa tipica di poteri populistici) e di portare avanti lo slogan *Make America Great Again*. Sarà quindi fondamentale per l'investitore riuscire a distinguere tra i trend di lungo periodo e i più banali *tweet*. In secondo luogo, va tenuto in considerazione che nella seconda metà dell'anno gli Stati Uniti potrebbero decidere di prendere di mira le importazioni di auto e componenti, in particolare quelle da Giappone e Unione Europea.

Infine, non possiamo trascurare il fatto che permane il rischio di un'uscita senza accordo del Regno Unito dopo il 31 ottobre 2019.

L'impatto delle politiche commerciali di Trump negli USA

La ripresa americana è entrata nel suo decimo anno. La crescita fra il 2018 e inizio 2019 è stata vicina al 3%, grazie alla riforma tributaria e all'allentamento delle condizioni finanziarie generato dalla svolta espansiva della Fed. Lo scenario prospettato per il 2019-20 da tempo includeva un rallentamento rispetto al potenziale, che però non implicava rischi recessivi sul biennio. Nell'ultimo mese del semestre, tuttavia, la svolta aggressiva della politica commerciale americana attuata simultaneamente su diversi fronti (Cina, Messico, minacce sul settore auto) ha significativamente accresciuto i rischi verso il basso e generato uno scenario alternativo potenzialmente "quasi-recessivo".

La gestione americana delle controversie commerciali ha chiarito che i dazi già attuati difficilmente verranno eliminati e/o ridotti, mentre tutto l'impianto di accordi bilaterali e multilaterali in vigore potrebbe essere modificato senza preavviso, sradicando il *framework* operativo costruito negli ultimi decenni e introducendo un'incertezza di fondo che potrebbe persistere anche in caso di raggiungimento di accordi.

Le reazioni della Fed

La Fed pare diventata *follower* nel gioco fra le autorità di *policy*. Nel 2018, a fronte del massiccio stimolo fiscale, il FOMC ha alzato i tassi per ridurre i rischi di surriscaldamento. Nel 2019-20, la Fed risponderà agli effetti restrittivi della politica commerciale interrompendo la pausa nelle manovre sui tassi e intervenendo in modo preventivo per evitare un eccessivo rallentamento della crescita. La nostra previsione è che fra la seconda metà di quest'anno e inizio 2020 la Fed possa tagliare i tassi più di una volta, per riportare i *Fed funds* in territorio espansivo. Di fatto la disponibilità ad agire in modo preventivo con tagli di assicurazione alla fine di un lungo ciclo, pur rappresentando un netto cambiamento rispetto alle politiche del passato, rende la probabilità di una recessione nel prossimo biennio ancora relativamente bassa.

Traspare ancora debolezza dai dati macro dell'Eurozona

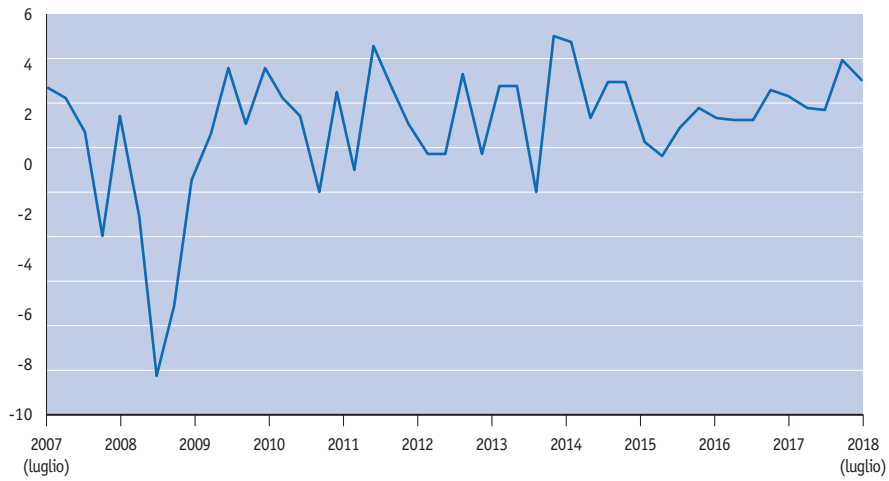
Nei mesi invernali l'economia dell'Eurozona ha sorpreso per vigore. Il PIL è avanzato di 0,4% trimestre su trimestre, ma il trend non sembra durare. Infatti il rimbalzo è stato in parte dovuto a una normalizzazione della dinamica congiunturale in Germania e Italia, dopo l'andamento eccezionalmente debole di fine 2018 legato alle sorti dei settori auto ed elettronica, nonché ai fattori climatici. Tuttavia notiamo un *mismatch* tra gli *hard data* (che testimoniano una forza relativa della domanda domestica) e segnali meno incoraggianti dai vari sondaggi che catturano maggiore incertezza (e da cui scaturisce un conseguente effetto depressivo sulle previsioni).

L'effetto della guerra commerciale in Cina e nel resto del mondo

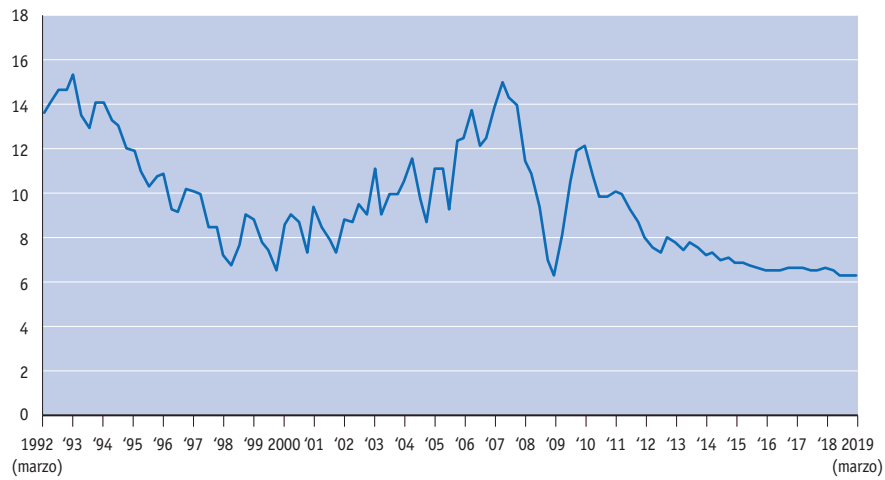
In Cina, l'interminabile guerra commerciale può avere un effetto negativo diretto sui flussi commerciali ed indiretto sui consumi, influenzando quindi sulla crescita del PIL. Il rallentamento è già visibile nel mercato del lavoro, la cui resilienza è una componente decisiva di stabilità sociale. Ci aspettiamo che le autorità cinesi cercheranno in tutti i modi di evitare un crollo della domanda aggregata (politica monetaria accomodante, tollerando un deprezzamento della divisa e fornendo stimoli per i prestiti delle banche e progetti infrastrutturali).

Maggiori rischi si possono intravedere anche sul fronte mediorientale con l'inasprimento della dialettica verso l'Iran, che ha avuto ripercussioni sia sul prezzo del petrolio sia su quello dell'oro.

Tasso di crescita GDP USA (trimestre-su-trimestre)



Tasso di crescita GDP Cina (trimestre-su-trimestre)



Riduciamo moderatamente l'esposizione al dollaro

Prendiamo atto del cambio di politica monetaria da parte della *Federal Reserve*. Nonostante i due indicatori per i quali ha mandato (inflazione e disoccupazione) siano in linea con i target, e la borsa sia sui massimi storici, come già accennato le autorità monetarie americane sembrano intenzionate a tagliare precauzionalmente i tassi d'interesse. Evidentemente l'indipendenza della Fed sta progressivamente venendo meno e gli attacchi continui da parte del presidente Trump stanno producendo effetti concreti. Attualmente il mercato sconta almeno due tagli dello 0.25% entro fine anno. Riteniamo che gli investitori prezzino correttamente le mosse future della *Federal Reserve* e in questo senso suggeriamo di ridurre moderatamente l'esposizione alla divisa americana.

Buon potenziale di apprezzamento per la corona norvegese

La banca centrale norvegese ha alzato i tassi d'interesse dello 0.25% ed ha dichiarato che probabilmente il costo del denaro verrà nuovamente alzato entro la fine dell'anno. In un contesto in cui le banche centrali dei principali Paesi adottano politiche monetarie espansive la Norvegia rimane un'eccezione e questo dovrebbe premiare la sua divisa. Il rialzo dei tassi è legato ad una situazione macroeconomica in salute: infatti, i principali indicatori registrano dati positivi, con tasso di disoccupazione al 3.2%, crescita del PIL al 2,5% e inflazione al 2.5%. Un altro *driver* che condiziona l'andamento della divisa, il petrolio, sembra avere trovato una certa stabilità su quotazioni favorevoli al Paese.

Cauti sugli investimenti nelle valute emergenti

In generale suggeriamo di mantenere marginale l'investimento in valute emergenti. Riteniamo che i rischi nel mantenere posizioni strutturali siano superiori rispetto ai potenziali benefici. Infatti, puntualmente ogni divisa ha dimostrato di essere a rischio di forti svalutazioni in grado di compromettere il *carry* di mesi. Pensiamo, ad esempio, all'andamento nell'ultimo trimestre di rand sudafricano e peso messicano. Il primo, nell'ultima parte del trimestre, ha perso oltre il 5% a seguito di una crescita rivista negativamente, con la conseguente minaccia di *downgrade a high yield* da parte delle principali agenzie di rating. Il peso messicano, invece, si è svalutato di oltre 4% in due sessioni (per poi recuperare) a causa di un *tweet* di Trump relativo a possibili sanzioni.

In base a queste considerazioni suggeriamo di adottare una strategia conservativa ed investire solo eventualmente in situazioni di stress (su debolezza) qualora rilevassimo valore.

La politica monetaria americana sostiene il prezzo dell'oro

Le recenti tensioni Cina-Stati Uniti e Iran-Stati Uniti hanno spinto verso l'alto il prezzo dell'oro. Ma il metallo giallo sta anche beneficiando delle aspettative di una politica accomodante da parte della Fed, con il conseguente declino dei tassi reali americani inversamente correlati all'oro. Un altro fattore *gold-friendly* scaturito da tale politica monetaria risiede nella perdita di forza nel trend di apprezzamento del dollaro. Va infine aggiunto che molte banche centrali stanno comprando oro ai fini di diversificazione delle riserve.

Tasso di cambio EUR-USD



Indice di prezzo dell'oro (USD)



Le politiche economiche della Bce restano di supporto al ciclo

La Bce, preso atto dell'andamento più debole delle attese del ciclo economico, alla riunione di giugno ha rivisto la *guidance* sui tassi e rinviato l'avvio della normalizzazione alla seconda metà del 2020.

Il mercato sconta oggi un possibile ritocco all'ingiù dei tassi ufficiali, aspettativa che si è rafforzata dopo il discorso del presidente Draghi al Forum di Sintra. In, tale occasione, il presidente della Bce ha dichiarato che "in assenza di miglioramenti, in modo tale da minacciare il ritorno dell'inflazione al nostro scopo, saranno necessari ulteriori stimoli" e ha prospettato un riesame della situazione già alla riunione di luglio del consiglio direttivo. Le opzioni di intervento menzionate da Draghi includono un potenziamento della *forward guidance*, ulteriori tagli dei tassi ufficiali, interventi sul *quantitative easing*, in particolare modificandone i limiti oggi presenti.

Il passo più probabile ci pare al momento un potenziamento della *forward guidance*, eventualmente accompagnato da un immediato allentamento dei vincoli sul *quantitative easing*. Soltanto in caso di mancata riaccelerazione della crescita nei prossimi mesi la Bce potrebbe considerare, in seconda battuta, di riaprire il programma di acquisto titoli o limare i tassi ufficiali. In ogni caso va ricordato che è già stato annunciato un nuovo programma di rifinanziamento a lungo termine (*TLTRO III*).

Le nostre scommesse sul mercato obbligazionario

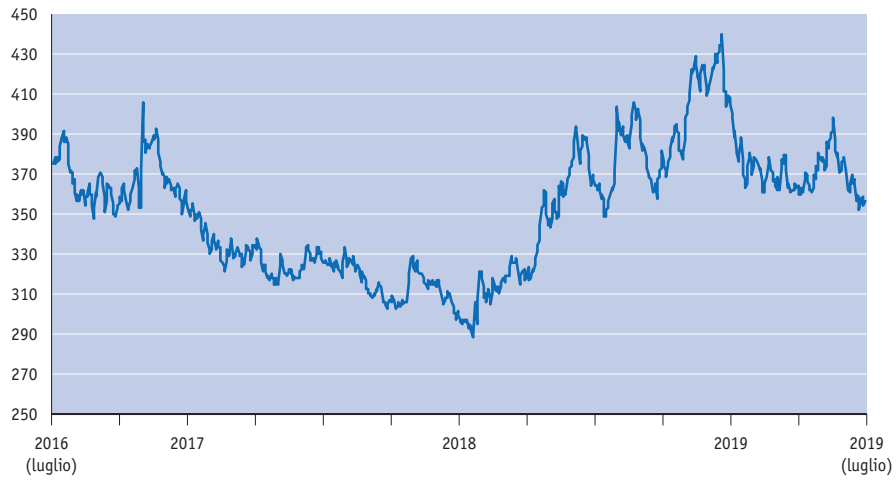
Lo scenario *Goldilocks* indotto da Banche Centrali accomodanti rimane il nostro scenario centrale e quindi la "caccia ai rendimenti" rimane il tema principale.

Preferiamo innanzitutto *corporates* europei piuttosto che americani per fondamentali migliori e costi di copertura elevati. Ci aspettiamo anche una buona performance dai *financials*, a causa di una riduzione del rischio "Italia" e della necessità da parte della Bce di rendere un eventuale *easing* meno penalizzante per il settore finanziario di quanto non lo sia stato in passato.

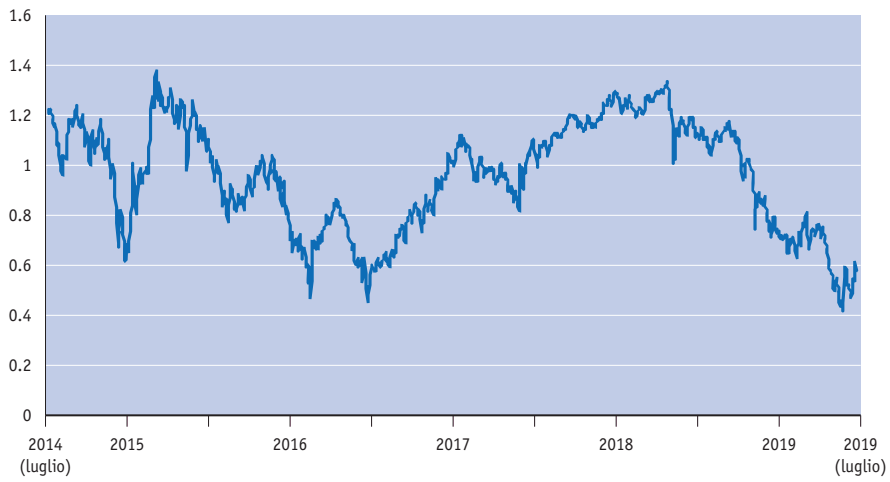
Abbiamo inoltre una visione positiva sul debito emergente supportata dalla *dovishness* della Fed e dall'attesa debolezza del dollaro. In questo ambito un fattore chiave rimane però selezionare i Paesi meno fragili, favorendo titoli in *hard currency*: il rally sperimentato da inizio anno ha ridotto i rendimenti ma il *cary* rimane sempre alto, specialmente in un ambiente dove la ricerca del rendimento è il nuovo "mantra" globale. La relazione rischio-rendimento ci sembra migliorata, dato che l'alto *cary* fornisce un buon cuscino per eventuali *downside*, generando al contempo reddito per gli investitori.

Sulla tematica tassi, in una prospettiva di *relative value*, preferiamo i principali Paesi periferici europei (Spagna e Italia) e vediamo valore negli *inflation linked rate* (soprattutto italiani), che hanno beneficiato della *reflation story* di Draghi, movimento che potrebbe continuare considerati gli attuali livelli dei *break-even*.

Differenziale di rendimento Emerging Markets Bond Index (bp.)



Breakeven BTP inflation linked a 10 anni (%)



Il contesto Il secondo trimestre 2019 si conclude con l'indice *Standard and Poor's 500* su nuovi massimi storici, trainato dalla tregua raggiunta ad Osaka tra Trump e Xi Jinping e da un linguaggio sempre più *dovish* da parte della Fed che, sebbene abbia raggiunto il target di creazione di nuovi posti di lavoro, in realtà è molto indietro per quanto concerne il target di inflazione. Il secondo trimestre però non è stato una costante *way-up*: abbiamo avuto dapprima un eccellente aprile con *equity* in rialzo, tassi in ribasso e *credit spread* in restringimento; così, a fine aprile 2019, i multipli si erano di fatto riportati verso i livelli sui quali ci eravamo lasciati durante i massimi del 2018. Con l'inizio di maggio 2019, invece, abbiamo assistito ad un'inversione a U dei mercati, a causa della decisione di Trump che ha bloccato le trattative tra USA e Cina minacciando nuovi dazi (che poi sono stati effettivamente imposti).

Arriviamo così a giugno con i mercati impostati nuovamente in modo ottimistico, visto lo smorzamento dei toni "pre-Osaka" tra Stati Uniti e Cina: la tregua sancita in Giappone ha di fatto riportato il mercato su nuovi massimi (rimangono invece indietro mercati emergenti e Giappone).

Valutazioni e trend di revisione degli utili

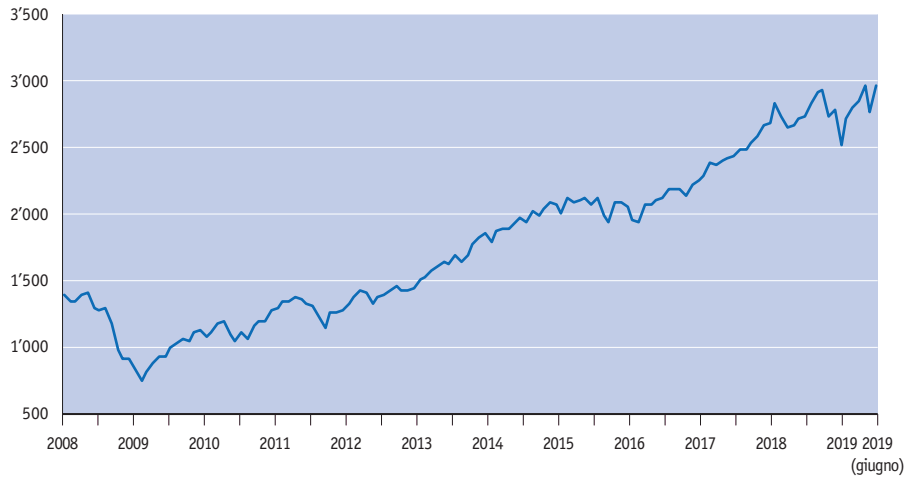
A livello di indici, con i multipli a 12 mesi dell'*S&P 500* e dello *Stoxx 600* a 18 x, riteniamo di trovarci di fronte ad un mercato ben prezzato: non suggeriamo quindi né un *overweight* né tantomeno un *underweight*, quanto il mantenimento di posizioni invariate. I mercati risultano ben prezzati anche in virtù di un possibile *quantitative easing*, o comunque di un taglio di tassi da parte della Bce e di un taglio praticamente sicuro da parte della Fed.

Quanto all'andamento storico degli EPS, la crescita degli utili aziendali sembra essersi stabilizzata nell'Eurozona, mentre si attesta sui massimi negli USA.

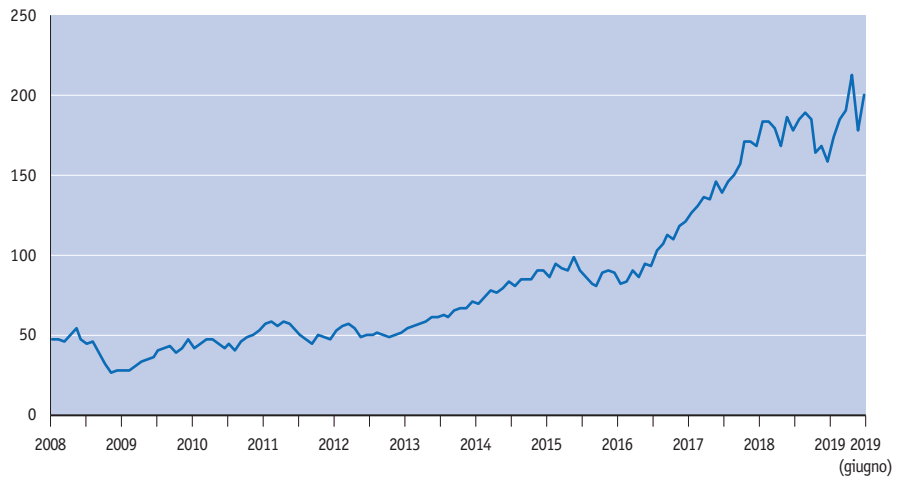
I settori su cui puntare nella seconda metà dell'anno

A livello settoriale il secondo trimestre è stato trainato ancora dagli *staples* e dalle *utilities* (un esempio su tutti è rappresentato da Nestlé), al punto che riteniamo – oggi – questa parte di mercato "cara". Se vediamo *staples* e *utilities* come titoli "cari", d'altra parte riteniamo che ci possa essere del valore nei mercati emergenti e in Giappone, oltre che nei semiconduttori e negli auriferi. Per quanto concerne i semiconduttori, in particolare, rimangono delle *imbalances* tra produzione e domanda (infatti l'*excess inventory* costituito nel 2018 non è stato ancora del tutto assorbito), ma le valutazioni inferiori a 10 x, ci spingono a considerarlo un settore con multipli a cui è opportuno iniziare a guardare.

Indice S&P500



Indice US Semiconduttori



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.

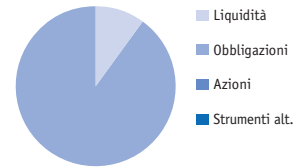
L'introduzione di strategie sistematiche consente a nostro parere di ridurre il rischio di portafoglio e di poter generare utili proteggendo il capitale investito anche con mercati difficili. Tali strategie per il loro approccio freddo e meccanico mitigano fortemente la variabile emotiva che guida e 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

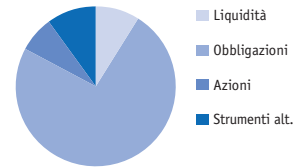
Liquidità	10
Obbligazioni	90
Azioni *	-
Strumenti alternativi	-
	100



Asset classes

Reddito Plus

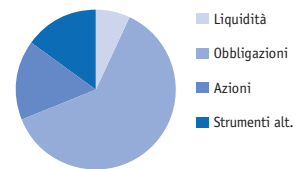
Liquidità	9
Obbligazioni	74
Azioni *	10
Strumenti alternativi	10
	100



Asset classes

Dinamico

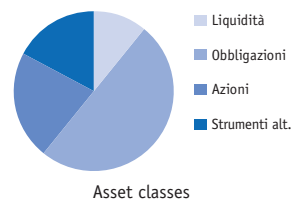
Liquidità	7
Obbligazioni	62
Azioni *	16
Strumenti alternativi	15
	100



Asset classes

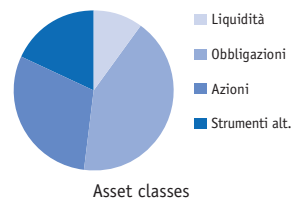
Bilanciato

Liquidità	11
Obbligazioni	50
Azioni *	22
Strumenti alternativi	17
	100



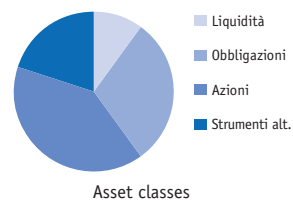
Crescita

Liquidità	10
Obbligazioni	42
Azioni *	30
Strumenti alternativi	18
	100



Azionario

Liquidità	10
Obbligazioni	30
Azioni *	40
Strumenti alternativi	20
	100



* 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