



# Politica d'investimento

Ottobre 2017 - 4° 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



Nel corso del terzo trimestre, dopo un inizio d'anno sotto tono, gli indicatori macroeconomici hanno riportato una decisa accelerazione dei tassi di crescita. La crescita nell'Eurozona si attesta intorno a 2,3%, tra i livelli più elevati degli ultimi anni. Segnali di ripresa e revisione al rialzo della crescita anche in Italia, il paese che - tra le economie europee - fino ad oggi maggiormente stentava a crescere.

Se il panorama economico è stato ricco di segnali positivi, il panorama politico-diplomatico si è invece contraddistinto per un susseguirsi di eventi che in uno scenario economico più debole avrebbero avuto ripercussioni pesanti sui mercati finanziari.

Le tensioni geopolitiche in Corea del Nord, con i diversi lanci di missili che hanno sorvolato la parte nord del Giappone, hanno causato solo limitati e temporanei impatti sui mercati finanziari. Stesso esito ha avuto la nuova bocciatura della riforma sanitaria da parte del parlamento statunitense.

Continuiamo a pensare che la scarsa volatilità e le limitate correzioni di mercato siano dovute ad un posizionamento ancora molto cauto sugli attivi azionari da parte degli investitori che ad ogni ritracciamento colgono le opportunità di acquisto. Inoltre un buon supporto ai corsi continua ad arrivare dagli utili aziendali e dalle costanti revisioni di questi ultimi da parte degli analisti, quest'anno particolarmente positive.

Il restringimento dello spread di valutazione tra l'azionario USA e quello europeo, unitamente al trend di utili in crescita soprattutto nell'Eurozona, giustificherebbe un restringimento del divario di performance tra i due mercati sul finire dell'anno. Il mercato USA rimarrà sempre a premio, grazie alla presenza di titoli rappresentativi dei "trend di disruption" (come ad esempio Amazon, Tesla, ecc.) che in Europa mancano, e anche grazie allo sconto che inevitabilmente grava sugli attivi in Euro fintantoché il percorso di integrazione delle politiche comunitarie non sarà concluso.

La crescita sincronizzata a livello globale e la debolezza del Dollaro hanno alimentato un deciso rally (circa +30%) dei mercati azionari emergenti, che rappresentano quest'anno la migliore asset class a livello globale.

La forza dell'Euro supporta indubbiamente il rinnovato interesse per gli attivi europei, unitamente al significativo calo del timore di disfacimento della moneta unica. Oltre a questo continua a crescere l'attesa di un cambiamento nella politica di QE da parte della BCE; la Fed, invece, sembra aver portato a termine gran parte del lavoro in termini di normalizzazione dei tassi.

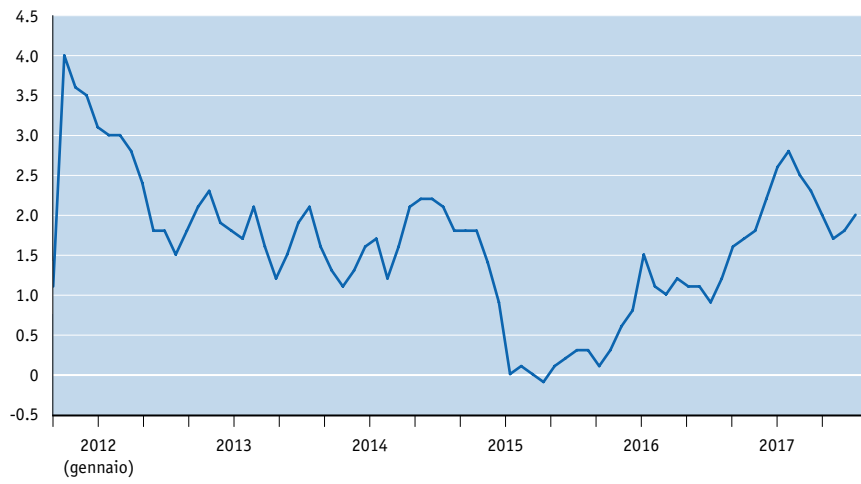
L'ultimo trimestre dell'anno si presenta, salvo sorprese, privo di appuntamenti elettorali: gli occhi sono già puntati sul 2018, con il rinnovo della presidenza della Fed (evento che può presentare insidie significative) e le elezioni in Italia.

**Il contesto** Nel corso dello scorso trimestre l'incertezza politica ha tenuto sotto scacco i pur forti dati economici. A tenere banco, in particolare, è stata la crisi nord coreana, con il governo di Pyongyang che ha più volte minacciato gli equilibri mondiali attraverso il lancio di missili sperimentali a gittata intercontinentale. Problematiche anche le vicende di politica interna, sia negli USA che in Europa. Da un lato, il governo Trump dopo aver subito un'ulteriore stop all'abrogazione dell'Obamacare ha momentaneamente accantonato la tanto attesa riforma sanitaria, concentrando tutte le energie su quella fiscale. Dall'altro, invece, la Merkel si è riconfermata premier in Germania: ma formare un governo stabile sarà questa volta missione un po' più ardua rispetto ai mandati precedenti. Infatti, i socialdemocratici di Schulz hanno affermato che a questa tornata elettorale preferiranno sedersi tra i ranghi dell'opposizione piuttosto che al fianco del CDU, costringendo quest'ultimo a creare nuove alleanze con liberali e verdi. A far notizia, però, è l'ingresso per la prima volta dell'AfD nel Bundestag, gruppo di estrema destra e dichiaratamente antieuropeista, divenuto terzo partito politico del paese. Insomma non proprio una vittoria schiacciante e "scaccia tensioni" per la Merkel ed i filoeuropeisti, che durante i primissimi giorni di ottobre si sono trovati anche a fronteggiare la vicenda Catalogna, nuova mina vagante nel cuore dell'Europa.

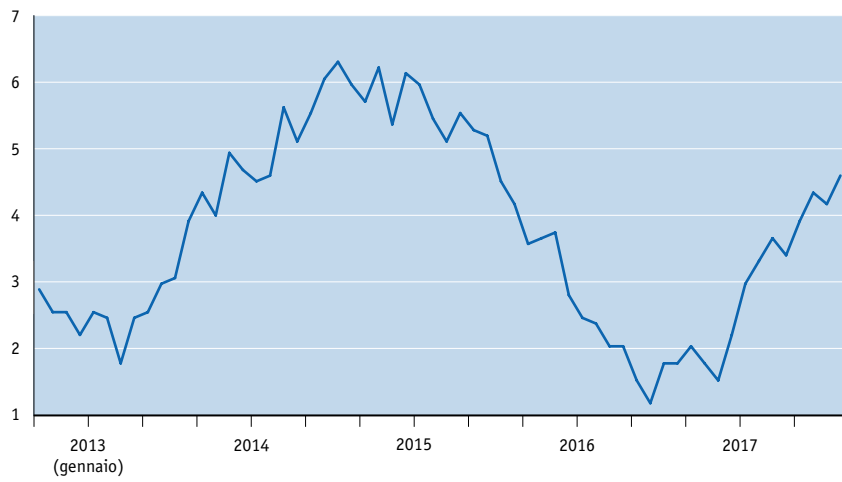
**Rischi moderati per la congiuntura economica** Considerando come ogni "bad news" sembri venire assorbita e digerita con una rapidità senza precedenti, il nostro comitato d'investimento si è interrogato su quali possano essere le insidie che gli investitori ad oggi non scontano: i rischi a nostro avviso sono in particolare due, l'inflazione e un *hard landing* cinese. Riteniamo che la mancanza di inflazione non sia di per sé una minaccia alla crescita e che in realtà possa aumentare la longevità del ciclo: attualmente siamo ancora senza un rimbalzo dal lato dell'offerta di lavoro ma la crescita della produttività, superiore alla crescita potenziale, può gradualmente generare inflazione. Nonostante i rischi derivanti dall'ingente ammontare di debito accumulato, per il momento non ravvisiamo un pericolo immediato per l'economia cinese e, all'interno della nostra strategia di portafoglio, i mercati emergenti in generale rimangono una principale scelta allocativa, seguiti dalla zona Euro.

**Quadro macroeconomico favorevole per quel che concerne i principali indicatori** Gli Indici PMI continuano a rimanere impostati in territorio positivo, con una riaccelerazione negli USA. Anche gli indici che misurano le sorprese macroeconomiche mostrano segni di ripresa negli USA dopo il forte rallentamento del mese scorso; allo stesso modo, dopo una fase di stasi, i leading indicators continuano a mostrare segni di ripresa. Il dato sul GDP ha riaccelerato rispetto ad inizio 2017, ed è ora in linea con l'indicatore veloce della Fed di Atlanta su livelli di crescita intorno al 3%.

**Tasso di inflazione USA**



**Indice Leading Indicators USA**



### Visione attendista sul tasso di cambio Euro-Dollaro

Nel corso dell'anno il *cross* EUR-USD ha registrato un costante apprezzamento, fino a segnare massimi oltre il livello di 1,20, per cause di natura sia politica sia economica.

Sul fronte politico del Vecchio continente, la stabilità francese e la vittoria di Angela Merkel in Germania (seppur ridimensionata rispetto alle attese) hanno allontanato i timori sull'Europa, spostando l'attenzione verso il prossimo appuntamento elettorale italiano della primavera 2018. Inoltre sul fronte macroeconomico, i buoni dati dell'economia europea portano a pensare che la BCE sia pronta alla fase di normalizzazione dei tassi di interesse dopo un lungo periodo fortemente espansivo. L'unica incertezza riguarda il ritmo del rallentamento delle politiche monetarie attuali, a causa del livello dell'inflazione che, seppur in risalita e lontana dalle paure deflazionistiche del passato, rimane ancora sottotono. Dalle prossime riunioni della BCE si potranno comunque valutare i particolari dell'uscita da *quantitative easing*.

Per quanto riguarda il Dollaro, è indubbio che l'economia statunitense stia crescendo a ritmi importanti e senza generare spinte inflazionistiche significative; rimangono, tuttavia, ancora alcuni nodi da sciogliere che potrebbero avere impatti sulle scelte in tema di tassi di interesse: tra questi la nomina del futuro presidente della FED dopo il buon mandato Yellen, il ritmo dei futuri rialzi dei tassi e l'impatto della politica fiscale che il presidente Trump sta via via delineando.

Rimaniamo quindi in attesa di tutti questi prossimi sviluppi che andranno ad influenzare significativamente la coppia divise.

### Svizzera e Giappone: permangono ancora a lungo politiche monetarie espansive

I governatori delle banche centrali giapponese e svizzera continuano a mandare segnali "distensivi" ai mercati. In Giappone, fino a quando l'inflazione non supererà stabilmente il 2%, l'indirizzo resta quello di una politica monetaria accomodante. In Svizzera, nonostante il recente deprezzamento del Franco, la BNS considera ancora la moneta nazionale relativamente forte, anche se non più così fortemente sopravvalutata come in passato; anche in questo caso la bassa inflazione dovrebbe consentire il permanere di politiche monetarie espansive.

Queste considerazioni, unite alla attuale fase di *risk-on*, dovrebbero portare all'ulteriore indebolimento delle due divise "rifugio".

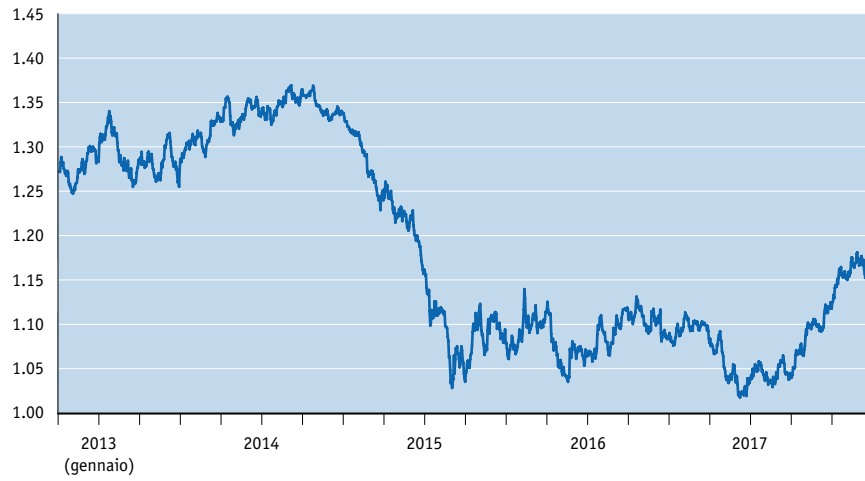
### Restiamo rialzisti sulle valute dei mercati emergenti

La recente correzione del mercato non indica, a nostro avviso, la fine del bull-market degli emergenti. Nello specifico, anzi, prevediamo un ulteriore aumento del reddito fisso e dei *forex* emergenti per diverse ragioni: gli elevati rendimenti reali compensano significativamente la riduzione del tasso di inflazione; i fondamentali stanno migliorando, con aumento della crescita, del commercio e degli investimenti; le valutazioni sono ancora sufficientemente attraenti; il posizionamento sulla *asset class*, nonostante i significativi afflussi di capitali, è lungi dall'essersi esaurito.

Entrando nello specifico siamo positivi su Peso messicano, Lira turca e Rand sudafricano mentre preferiamo astenerci dall'investire in Brasile e nelle divise asiatiche (con l'unica eccezione della Rupia indiana).



**Tasso di cambio Euro-USD**

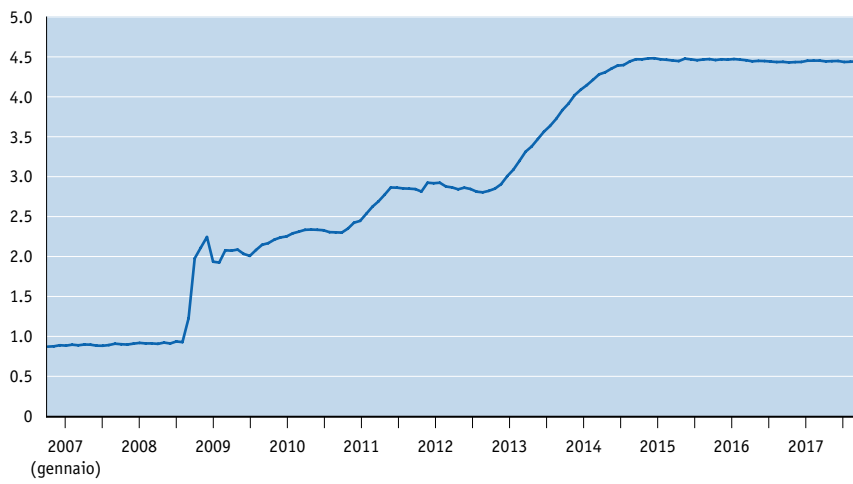


**Tasso di cambio Euro-CHF**

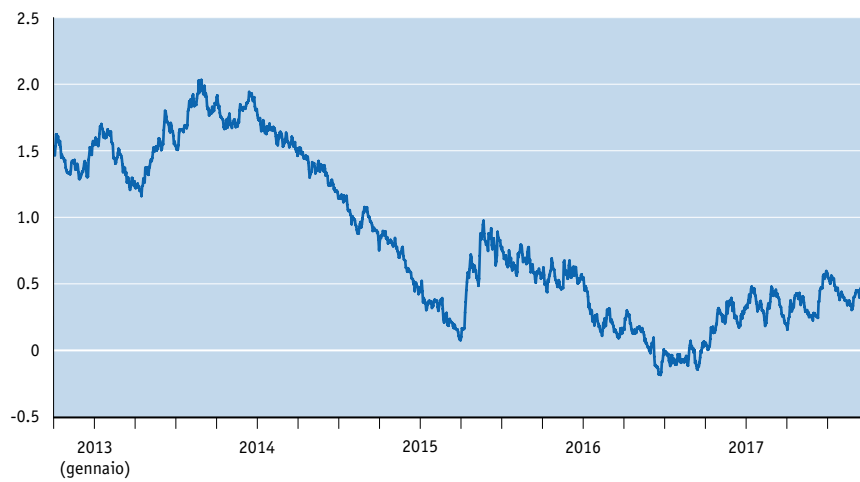


- Il contesto** Sul fronte tassi il mercato è stato più volatile rispetto al trimestre precedente, con il decennale americano che ha dapprima toccato i minimi dell'anno a quota 2.04, per poi riportarsi in maniera brusca laddove aveva iniziato il trimestre, ovvero a quota 2.3. Abbiamo assistito ad un analogo movimento sul Bund, che da 0.6 è sceso a 0.3 per poi risalire fino a quota 0.4. Gli spread di credito, invece, rimangono sempre su livelli decisamente compressi, anch'essi favoriti da ottimi risultati aziendali.
- Il flattening della curva dei tassi americana pare giunto al termine** La Fed inizia a ridurre il *balance sheet* ad un ritmo che varierà dai 10 ai 50 miliardi di Usd al mese. Per il momento l'impatto di tale decisione sul mercato è stata bassa, ma sarà indubbiamente opportuno monitorare nei prossimi mesi l'effetto di un tale aumento di offerta sui bond governativi americani. Nell'ultimo trimestre la curva americana si è mantenuta molto *flat*, segno che le aspettative inflazionistiche hanno faticato a muoversi al rialzo nonostante l'*outlook* positivo dato dalla Fed. Tuttavia il movimento di *flattening* cui abbiamo assistito nei mesi scorsi pare ora essersi interrotto, con una ripresa moderata dello *steepening*.
- I rendimenti del Bund costantemente sotto pressione** La Bce continua a mantenere un approccio molto cauto, e ha rinviato qualunque decisione sul *quantitative easing* al prossimo meeting. Riteniamo inevitabile il *tapering*, alla luce dei buoni fondamentali macroeconomici europei e del problema della scarsità di bond da acquistare in molti paesi dell'Eurozona. Per il momento i rendimenti del Bund sono -a nostro avviso- molto depressi e ci aspettiamo un riposizionamento verso l'1% nei mesi a venire, nonostante la retorica molto accomodante da parte della banca centrale. Lo spread tra le curve USD ed EUR si mantiene stabile intorno a 2 punti (sia sulla curva a 2 anni sia su quella a 10 anni). In ultimo, pensiamo che gli spread dei paesi periferici europei debbano rimanere sotto controllo, e questo nonostante l'avvicinarsi della scadenza elettorale italiana che potrebbe portare pressione sul Btp.
- Lo spread HY rimane su livelli storicamente contenuti** In generale, su molti titoli *High Yield* i fondamentali sono solidi ma le valutazioni molto elevate, per un rapporto rischio/rendimento non attrattivo. Sugeriamo di attuare strategie di *carry trade* su alcuni titoli *emerging market* e finanziari europei, dal rendimento ancora interessante, magari controbilanciate da un'elevata esposizione a titoli a breve termine e liquidità. Da evitare invece quei titoli *investment grade* europei con *duration* di qualche anno, in quanto soggetti sia a rischio credito sia a rischio *duration*, con rendimenti molto compressi.

**Dimensione del bilancio della Fed (milioni)**



**Rendimento bund decennale**



**Il contesto** Il terzo trimestre dell'anno ha visto tutti i principali listini azionari registrare performance positive: l'S&P 500 ha chiuso in rialzo del 4.48%, lo Stoxx 600 del 2.75% e l'MSCI Emerging Market dell'8.01%. In sostanza, negli USA si registrano costantemente nuovi timidi massimi mentre l'Europa ha recuperato totalmente il drawdown post Macron e si avvia verso nuovi massimi su base annua. In particolare, abbiamo assistito ad una forte accelerazione del FTSE MIB, migliore listino del terzo trimestre, con una performance pari al 10.82%. A livello globale i mercati emergenti rimangono la miglior asset class dell'anno, spinti da flussi di acquisti e da un USD più debole del previsto. Nonostante ritorni positivi e volatilità estremamente contenuta per l'asset class azionaria, sul fronte geopolitico non è stato un trimestre affatto tranquillo; pensiamo, tuttavia, che i rischi politici relativi alla Corea del Nord e al Congresso americano in definitiva svaniranno, permettendo agli assets di approfittare del momentum di crescita.

**Gli indici azionari si apprezzano ma i multipli di valutazione non si espandono** Per l'ultimo trimestre dell'anno ci sono importanti segnali di ripresa della crescita degli utili sia negli USA sia in Europa. I risultati aziendali sono solidi e non vediamo segnali di inversione di questo trend, almeno nel breve periodo. Teniamo in considerazione anche il fatto che il recente continuo rialzo del mercato non ha coinciso con un'espansione dei multipli. Negli USA il P/E corrente rimane intorno a 21,5 e quello atteso per l'anno si posiziona a 19,2. In Europa, addirittura, la recente buona performance degli utili dell'indice Eurostoxx si è accompagnata ad una contrazione dei multipli al 18.4; anche quelli stimati per la fine del 2017 sono scesi intorno a 15.

**Implicazioni per l'asset allocation** A livello settoriale, le migliori performance del trimestre sono state fatte registrare dai titoli legati alle risorse naturali (visto l'andamento in ripresa del prezzo del petrolio, dell'oro e del rame), dalle aziende automobilistiche e di componentistica per le auto e dai titoli tecnologici, che continuano nel loro rally ormai inarrestabile. Al contrario, pesanti sono stati i titoli riassicurativi (causa uragani Harvey ed Irma) e i retailers, la cui debolezza persiste minacciati dal fenomeno delle vendite online e da margini sempre più compressi. Per l'ultimo trimestre dell'anno, a livello geografico manteniamo il sovrappeso sui mercati emergenti, nei quali politiche monetarie accomodanti e un dollaro debole dovrebbero ancora sostenere i corsi. Al contempo, tra i mercati sviluppati, preferiamo sovraperponderare l'Europa a scapito dell'America per valutazioni più attrattive nel Vecchio continente. Più specificamente, ritenendo che in Europa la curva dei tassi possa irripidirsi in modo più deciso, sulla falsariga di quanto suggerito lo scorso trimestre, manteniamo la raccomandazione a favore dei titoli industriali e finanziari europei.

**L'indice S&P 500**



**L'indice del settore automobilistico europeo (Stoxx600 Auto)**



### 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.

---

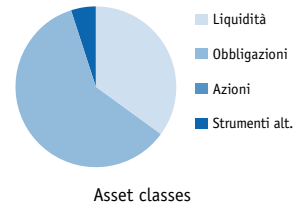
L'introduzione di strategie sistematiche consente a nostro parere di ridurre il rischio di portafoglio e di poter generare utili proteggendo il capitale investito anche con mercati difficili. Tali strategie per il loro approccio freddo e meccanico mitigano fortemente la variabile emotiva che guida e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

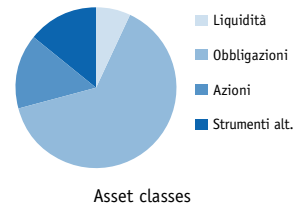
**Reddito**

Liquidità	35
Obbligazioni	60
Azioni *	-
Strumenti alternativi	5
	<b>100</b>



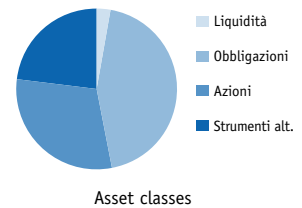
**Reddito Plus**

Liquidità	7
Obbligazioni	64
Azioni *	15
Strumenti alternativi	14
	<b>100</b>



**Dinamico**

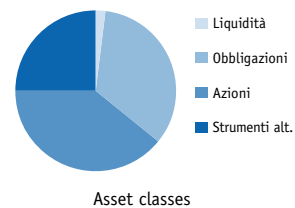
Liquidità	3
Obbligazioni	44
Azioni *	30
Strumenti alternativi	23
	<b>100</b>





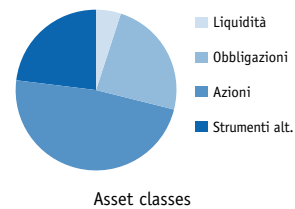
### Bilanciato

Liquidità	2
Obbligazioni	34
Azioni *	39
Strumenti alternativi	25
	<b>100</b>



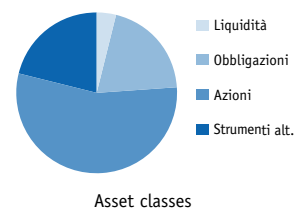
### Crescita

Liquidità	5
Obbligazioni	24
Azioni *	48
Strumenti alternativi	23
	<b>100</b>



### Azionario

Liquidità	4
Obbligazioni	20
Azioni *	55
Strumenti alternativi	21
	<b>100</b>



\* 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

### 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

### 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](mailto:banca@bancasempione.ch)

[www.bancasempione.ch](http://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](mailto:info@sempionesim.it)

[www.sempionesim.it](http://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](mailto:bsoverseas@sempione-overseas.com)

---

### **Base Investments SICAV**

20, Boulevard Emmanuel Servais

L – 2535 Luxembourg

[info@basesicav.lu](mailto:info@basesicav.lu)

[www.basesicav.lu](http://www.basesicav.lu)

[www.bancasempione.ch](http://www.bancasempione.ch)