

## **Newsletter agli aderenti al comparto ESPANSIONE di Fondo Sanità**

### **La situazione dei mercati, le prospettive e gli impatti sul portafoglio**

#### **COMPARTO ESPANSIONE – NE PARLIAMO CON CREDIT SUISSE E PICTET AM**

##### *Sezione 1: l'attuale situazione dei mercati finanziari*

###### *Gestore Credit Suisse*

Ottobre ha segnato il terzo mese consecutivo di rendimenti negativi sul mercato dei capitali. Gli strumenti monetari e i metalli preziosi sono state le uniche asset class che hanno mostrato rendimenti soddisfacenti. All'inizio di ottobre il conflitto tra Hamas e Israele è servito come innesco geopolitico per l'aumento del rischio, con l'oro che è emerso come principale beneficiario. Il conflitto sembra però confinato tra Hamas e Israele, e quindi gli operatori del mercato dei capitali hanno rapidamente spostato la loro attenzione verso variabili macroeconomiche fondamentali come la crescita e l'inflazione. Inoltre, la forza dell'economia statunitense, unita emissioni di Treasury USA superiore alle attese, ha portato a un aumento dei tassi reali e sta scontando un term premium più elevato, in particolare nella parte più lunga della curva dei rendimenti.

Verso la fine di ottobre, abbiamo assistito a un'inversione di tendenza. All'inizio di novembre i mercati azionari e obbligazionari hanno registrato una forte ripresa, che ha sorpreso molti operatori di mercato. L'inversione di tendenza è iniziata con un miglioramento delle dinamiche della domanda e dell'offerta per i Treasury statunitensi, poiché l'offerta di titoli di Stato statunitensi è stata leggermente inferiore a quella inizialmente prevista per finanziare il disavanzo pubblico degli Stati Uniti. A ottobre, l'indice dei prezzi al consumo (CPI) ha rivelato sorprese al ribasso sia per l'inflazione complessiva che per quella core. Ciò ha confermato l'aspettativa del mercato che la Federal Reserve statunitense abbia concluso i suoi rialzi dei tassi, almeno per ora, e manterrà probabilmente i tassi stabili. Inoltre, il raffreddamento del mercato del lavoro supporta ulteriormente questa ipotesi, rendendo probabilmente superflua una variazione dei tassi alla prossima riunione del FOMC di dicembre.

###### *Gestore Pictet AM*

Nessuna tregua durante il mese di ottobre sui mercati finanziari globali. I dati macroeconomici degli Stati Uniti migliori delle aspettative e l'abbondante offerta di titoli di Stato hanno fatto pressione sui mercati del reddito fisso statunitense, contagiando anche altre aree geografiche. Gli asset rischiosi non sono stati in grado di sostenere la pressione di rendimenti più elevati, perdendo terreno durante il mese a causa della combinazione del mantra delle banche centrali di mantenere i tassi alti per un periodo più lungo e dell'improvvisa escalation dei rischi geopolitici in Medio Oriente, che ha generato ulteriori preoccupazioni sulla sostenibilità del ciclo attuale. L'andamento dei prezzi di mercato è stato simile a quanto osservato a settembre, ad eccezione dell'oro, che ha registrato un rialzo del 8% nel corso del mese, sostituendo il dollaro statunitense come bene rifugio a causa della situazione in Medio Oriente. Ancora una volta, l'aumento dei

rendimenti sui mercati è stato guidato dalla parte lunga della curva statunitense, che è salita di 40 punti base a seguito di una continua rivalutazione del tasso neutrale e di un aumento del term premium. Correlazioni positive in tutti i settori hanno esercitato pressione anche sugli asset rischiosi: i mercati azionari hanno subito, nel corso del mese, perdite comprese tra il 2% e il 3% nei principali indici dei mercati sviluppati, mentre gli spread del credito si sono ampliati tra 10 e 30 punti base in Europa.

## *Sezione 2: l'evoluzione prevedibile dei mercati nei prossimi mesi*

### *Gestore Credit Suisse*

Incoraggiante è stato il dato sul CPI core US di ottobre uscito nel mese di novembre, che è aumentato solo di 0,2% su base mensile, con un conseguente aumento su base annua del 4,0% (in calo rispetto al 4,1% di settembre). In particolare, i prezzi delle abitazioni hanno svolto un ruolo significativo nel contribuire all'inflazione di fondo, diminuendo più del previsto. Al loro picco di ottobre, i Treasury USA a 10 anni erano scambiati a un rendimento di circa il 5%, ma da allora hanno registrato un calo sostanziale di oltre 50 punti base. Il mercato sta ora scontando 100 punti base di taglio dei tassi fino alla fine del 2024, con aspettative che questi tagli inizino già a maggio o giugno (prezzi di mercato simili sono osservabili nell'Eurozona).

Ciò contrasta con la cautela recentemente espressa dal presidente della Federal Reserve Jerome Powell sul fatto che la politica monetaria abbia raggiunto un territorio sufficientemente restrittivo da riportare l'inflazione verso l'obiettivo della Fed del 2%. Si scontra anche con la proiezione mediana "dot-plot", che indica solo 25 punti base di tagli nel 2024. Questa netta differenza tra le aspettative del mercato e le proiezioni ufficiali evidenzia la difficoltà di trovare un nuovo equilibrio e sottolinea la complessità di questa situazione. Sebbene riteniamo che il mercato possa aver reagito in modo eccessivo spingendo i tassi al di sotto del livello di stabilità (poiché i tassi dovrebbero rimanere più elevati per un periodo prolungato), prevediamo una minore volatilità nel prossimo anno. Sulla base di questa valutazione, vediamo un maggiore potenziale di rialzo per le azioni rispetto alle obbligazioni.

### *Gestore Pictet AM*

I mercati finanziari sono stati guidati dall'impennata violenta dei tassi di interesse negli Stati Uniti. L'aumento delle emissioni annunciato ad agosto dal Dipartimento del Tesoro degli Stati Uniti e il riferimento di Powell a un tasso neutrale più elevato hanno scatenato, negli ultimi due mesi, questo movimento violento dei tassi - vicino a 100 punti base - con epicentro nella parte lunga delle curve. Sembra ora che le preoccupazioni per la stabilità finanziaria - e l'impatto conseguente sull'economia reale - derivanti dagli ultimi movimenti nel mercato obbligazionario abbiano attirato l'attenzione delle autorità statunitensi: l'annuncio recente del Dipartimento del Tesoro degli Stati Uniti di un'offerta inferiore alle aspettative nel prossimo trimestre, insieme al commento da parte di Powell sull'impatto dell'ultimo movimento dei tassi sulle condizioni finanziarie più restrittive - misurato da alcune banche d'investimento come equivalente a 4 ulteriori rialzi dei tassi di 25 punti base - sembrano intesi a contenere ulteriori disordini nei mercati obbligazionari.

### *Sezione 3: le scelte strategiche e tattiche adottate per il comparto*

#### *Gestore Credit Suisse*

Un elemento a sostegno della nostra preferenza per le azioni è il fatto che il posizionamento degli investitori rimane attualmente cauto quando si tratta di asset rischiosi e la minore volatilità funge da catalizzatore per riallocare gradualmente gli asset dalla liquidità e dal mercato monetario a questi asset più rischiosi. Prevediamo che la crescita degli Stati Uniti continuerà a diminuire. Considerando il tipico intervallo di tempo di 12-18 mesi in cui gli effetti di politica monetaria si fanno sentire sull'economia, riteniamo che l'impatto più forte sulla domanda debba ancora arrivare. Ciò detto, riteniamo ancora che uno scenario di atterraggio morbido sia l'esito più probabile. Poiché i tassi di crescita si allineano con la crescita potenziale, sarà una notizia positiva per i mercati, poiché gli attuali squilibri tra domanda e offerta si sposteranno verso un percorso più disinflazionistico in futuro.

In quest'ottica, la nostra fiducia nelle azioni è ulteriormente aumentata. A ottobre abbiamo introdotto una view d'investimento "outperform" sulle azioni globali del mondo sviluppato rispetto al reddito fisso svizzero. Inoltre, prevediamo che l'effetto più positivo della stagionalità debba ancora arrivare, perché novembre e dicembre registrano storicamente una forte performance del mercato azionario. Anche le valutazioni non dovrebbero rappresentare un vincolo, perché l'S&P 500 (esclusi gli influenti nomi tecnologici "magic 7") è destinato a rimanere piatto da inizio anno. Inoltre, l'andamento degli utili continua a sostenere ulteriori guadagni, con sorprese positive sugli utili del terzo trimestre che rafforzano la nostra convinzione che il peggio in termini di margini di profitto sia alle spalle. Infine, le economie dei mercati emergenti hanno recentemente mostrato segnali positivi, mentre le sorprese della Cina sono diventate positive grazie ai pacchetti di sostegno monetario e fiscale. Questi sviluppi aggiungono un ulteriore livello di ottimismo alla nostra visione d'investimento.

#### *Gestore Pictet AM*

Da inizio estate fino a fine ottobre l'andamento dei mercati finanziari è stato dettato dall'impennata violenta dei tassi d'interesse negli Stati Uniti, il fenomeno ha coinvolto soprattutto le parti obbligazionarie della curva più a lunga.

La risalita dei rendimenti obbligazionari è stata repentina e per intensità simile all'autunno del 2022. Il ritracciamento osservato nelle prime due settimane di novembre è stato altrettanto violento e vale quasi 60bp sul decennale (dal 5% al 4.40%) e ha permesso un buon rimbalzo azionario di oltre 6 punti percentuali.

La strategia da inizio anno ottiene un risultato positivo (dati al 16 novembre) superiore ai 6 punti percentuali, seppur sottoperformando in termini relativi di oltre 3 punti percentuali.

Manteniamo un atteggiamento moderatamente cauto sull'allocazione azionaria attualmente pari a 67 punti percentuali (sottopeso azionario 8%) poiché crediamo che nel corso dei prossimi trimestri l'attività economica sarà caratterizzata da un rallentamento macroeconomico che questa volta non risparmierà gli USA; a fronte di tale eventualità le banche centrali potranno iniziare a tagliare il costo del denaro solamente una volta sicure di essere sulla strada della stabilità dei prezzi.

Dal punto di vista valutativo riteniamo inoltre che i premi di rischio azionari (su livelli prossimi ai minimi osservati da inizio anni 2000), compresi dalla risalita dei rendimenti delle obbligazioni, siano un segnale delle difficoltà incontrate dall'ulteriore espansione dei multipli di borsa (P/E in espansione nel 2024 difficilmente ipotizzabile senza una discesa dei rendimenti obbligazionari). L'evoluzione attesa degli utili aziendali nel 2024

esprese dal consensus degli analisti è pari ad oltre 10 punti percentuali: si tratta di un livello difficilmente raggiungibile in un contesto di crescita attesa sotto il potenziale.

*Sezione 4: la performance del portafoglio e del benchmark (al 30 settembre 2023)*

comparto	data nav	rendimento ANNUALE Quota	rendimento ANNUALE Benchmark
ESPANSIONE	31/08/2023	6,126%	9,54%
ESPANSIONE	29/09/2023	3,975%	6,93%
ESPANSIONE	31/10/2023	2,299%	4,90%

*Fonte: Previnet*

*N.B.: I valori di benchmark sono da intendersi al lordo dell'imposizione fiscale. I valori netti saranno disponibili solo a fine 2023*