

Relazione giugno 2024

Lo Scenario

I mercati azionari hanno concluso positivamente il primo semestre, con rialzi a doppia cifra grazie anche ai robusti profitti delle società e all'entusiasmo per l'intelligenza artificiale. Il mese di giugno ha contribuito positivamente a questo risultato in tutte le aree geografiche ad eccezione dell'Europa dove le incertezze politiche hanno pesato sul mese. I rischi percepiti sui mercati sono arrivati da fattori esogeni, soprattutto di natura politica e geopolitica. A meno di un mese dalle elezioni europee, i mercati finanziari europei si sono ritrovati ad affrontare una nuova prova di stabilità: le elezioni anticipate in Francia. Il Presidente Macron, a seguito dell'esito delle elezioni europee, ha sciolto il Parlamento e convocato elezioni anticipate. Il secondo turno delle elezioni francesi ha ribaltato il risultato del primo: in testa la sinistra di Jean-Luc Mélenchon con il Nuovo Fronte Popolare, seconda la coalizione Ensemble di Macron, terzo il Rassemblement National di Le Pen e Bardella. L'alleanza di sinistra che ha vinto le elezioni legislative, pur senza maggioranza assoluta, si propone di presentare entro la settimana una candidatura alla carica di primo ministro. Le elezioni, come è noto, influenzano sempre i mercati. Infatti, lo spread della Francia è salito intorno ai livelli del 2017, ma senza particolari ricadute eccessive su Italia e Spagna. Di fronte alla crescente incertezza politica, appare giustificato un premio al rischio più elevato. Anche per gli Stati Uniti si sta avvicinando il periodo di elezioni con i primi confronti elettorali. Il voto americano di novembre è sempre visto con particolare attenzione dall'economia mondiale e dai mercati azionari. Molti analisti geopolitici ritengono che la contrapposizione tra Biden e Trump potrebbe continuare anche a valle all'esito delle urne, con il mancato riconoscimento del verdetto popolare, come accaduto nelle scorse presidenziali. In seguito, l'attenzione si sposterà sui programmi di politica fiscale e sulle politiche commerciali. Anche in questo caso, è improbabile una vittoria piena che includa la Casa Bianca e i due rami del Congresso, e anche in caso di vittoria piena è verosimile un mantenimento degli attuali elevati livelli di disavanzo, piuttosto che un loro ulteriore ampliamento. Emblematico il sentiment dell'elettorato circa il risultato del primo dibattito televisivo tra i due candidati e le tematiche di maggior interesse sui cui si giocherà la sfida. Nel corso dell'ultimo mese i mercati obbligazionari hanno registrato performance più modeste a causa della sorprendente forza dell'economia americana e di alcuni dati sull'inflazione più elevati del previsto, che hanno ridimensionato le aspettative di tagli rapidi e significativi dei tassi. Il primo semestre appena concluso ha infatti riservato più di una sorpresa rispetto alle previsioni iniziali dell'anno, in particolare il rendimento del decennale americano, che aveva chiuso il 2023 al 3,88%, è poi risalito oltre il 4% grazie alle scelte di politica monetaria. Nel comparto obbligazionario le asset class Corporate High Yield e Governativo Mercati Emergenti sono quelle che hanno contribuito maggiormente alla performance beneficiando del restringimento degli spread e di una maggior decorrelazione dal mercato. L'andamento dei tassi governativi decennali nominali evidenzia la differenza tra Usa e Germania ed i relativi Breakeven. La crescita economica, la resilienza dell'economia americana e la discesa dell'inflazione in Europa e nel mondo sembrerebbe indicare una discesa dei tassi di interesse ma tutte le banche centrali appaiono prudenti. La Bank of England, ad esempio, non ha ridotto il costo del denaro nel corso delle scorse settimane nonostante il Regno Unito sia la prima grande economia sviluppata ad aver raggiunto il target del 2%. In Europa è iniziato un cambio di passo in occasione del primo meeting di giugno della BCE, riunione in cui per la prima volta dopo nove rialzi consecutivi, la BCE ha ridotto i tassi di interesse di riferimento di 25 punti base, il primo taglio dei tassi da marzo 2016. Decisione presa sulla base di una valutazione aggiornata delle prospettive di inflazione, della dinamica dell'inflazione di fondo e dell'intensità della trasmissione della politica monetaria. Il tasso di rifinanziamento principale è sceso dunque al 4,25 indicando una riduzione della restrittività della politica monetaria. Contestualmente, la BCE ha anche rivisto al rialzo le stime sull'inflazione nell'area euro per il 2024 al 2,5% e per il 2025 al 2,2%, mentre la previsione per il 2026 rimane all'1,9%, come le previsioni di crescita economica per l'eurozona. Negli Stati Uniti è probabile che i funzionari della Federal Reserve necessitino di ulteriori conferme prima di essere in grado di tagliare i tassi di interesse lasciati a giugno al 5,25-5,5% ai massimi da oltre vent'anni. Gli ultimi dati segnalano un rallentamento nell'occupazione e nella crescita ed a sorpresa l'aumento del tasso di disoccupazione oltre ad un raffreddamento nella crescita salariale. In tale contesto, ipotizzando che nel rapporto sull'occupazione di luglio-agosto dovesse continuare a crescere il tasso di disoccupazione, non è escluso che la FED inizi a tagliare i tassi nella riunione del 17-18 settembre. In Italia, nello scorso mese stando alle stime pubblicate dall'Istat, l'indice nazionale dei prezzi al consumo per l'intera collettività (NIC), al lordo dei tabacchi, aumenta dello 0,1 su base mensile e dello 0,8% su base annua, come nel mese precedente. Resta stabile al +1,8% l'inflazione di fondo, al netto degli energetici e degli alimentari freschi. Un elemento di attenzione nell'attuale contesto macroeconomico è relativo all'indebitamento delle principali economie mondiali. Il disavanzo pubblico americano quest'anno dovrebbe risultare leggermente inferiore a quello del 2023, tale risultato implicherà che meno denaro verrà trasferito al settore privato, con un lieve raffreddamento dei consumi e conseguentemente un PIL un po'

meno brillante. Anche in Europa si riinizia a discutere di deficit e debito pubblico dopo gli ingenti sforzi effettuati per limitare gli effetti della pandemia, infatti la Commissione europea ha aperto la procedura d'infrazione per deficit eccessivo verso sette paesi, tra i quali Italia e Francia. Significativo l'andamento dell'indebitamento delle aree geografiche prese in esame in rapporto al loro PIL nominale.

I comparti

Garantito

Il Benchmark del Comparto è composto dai seguenti indici:

Benchmark	Peso %
JP MORGAN ITALY 1-5 ANNI	40%
JP MORGAN ITALY 1-3 ANNI	15%
JP MORGAN EGBI INVESTMENT GRADE 1-5 ANNI	10%
BoFA MERRYL LYNCH 1-5 EURO CORPORATE INDEX	30%
MSCI WORLD TOTAL RETURN NET DIVIDEND	5%

Il patrimonio del comparto alla data risulta essere 429.321.887, con un incremento dell'1,75% rispetto al monitoraggio precedente. Nel mese di giugno, la quota in liquidità è pari al 3,80%; rimane in sottopeso del 3,20% la componente azionaria mentre, mentre la componente obbligazionaria risulta essere sostanzialmente in linea con il benchmark del comparto. Di seguito l'andamento dell'asset allocation rispetto al patrimonio del comparto dell'ultimo anno, con i valori medi:

TIPOLOGIA ASSET	lug-23	ago-23	set-23	ott-23	nov-23	dic-23	gen-24	feb-24	mar-24	apr-24	mag-24	giu-24	medio
Liquidità Euro	6,45%	6,61%	2,52%	3,98%	5,88%	4,75%	6,95%	1,87%	3,13%	4,68%	1,18%	3,77%	4,31%
Governativi Italia	28,91%	26,78%	26,21%	25,77%	25,05%	24,45%	19,75%	19,16%	18,78%	16,92%	19,66%	16,17%	22,30%
Governativi Emu ex Italia	40,27%	43,13%	48,32%	48,14%	48,81%	46,68%	47,56%	54,10%	53,58%	51,74%	51,95%	50,27%	48,71%
Governativi Emu Infl. Linked	4,18%	4,06%	3,94%	3,84%	3,72%	5,62%	5,49%	5,30%	5,21%	5,10%	6,14%	9,53%	5,18%
Corporate Emu	18,21%	17,48%	17,13%	16,54%	14,74%	16,66%	18,45%	17,73%	17,43%	19,81%	19,31%	18,45%	17,66%
Azioni Internazionali	1,96%	1,90%	1,83%	1,72%	1,77%	1,79%	1,80%	1,81%	1,82%	1,75%	1,73%	1,77%	1,80%

Viste le caratteristiche del comparto, area geografica e valuta di riferimento rimangono l'euro, per questo non vengono utilizzati derivati di nessuna natura. Il valore della quota risulta 11,294, in lieve rialzo rispetto al mese precedente, che consolida il rendimento da inizio anno all'1,16%. Nel rendimento mensile della gestione finanziaria, che risulta inferiore al benchmark di riferimento di 16 punti base, hanno contribuito, sia la parte obbligazionaria con 32 punti base, sia la parte azionaria con 8 punti base.

La duration media dell'intero portafoglio rimane stabile a 1,1 anni.

Nella componente obbligazionaria la quota di maggior peso è costituita dai titoli governativi e sovranazionali area Euro che pesano per il 76%, mentre i corporate pesano per il 18,4%. Nei corporate, il maggior peso rimane rappresentato dai titoli del settore finanziario con l'8,3%, mentre gli altri settori sono rappresentati da percentuali più contenute. Il rating medio di portafoglio si conferma A.

Alla data, il portafoglio è costituito da 81 titoli e 4 ETF (2 corporate e 2 azionari, tutti con caratteristiche ESG). Gli emittenti con maggior peso in portafoglio sono: Stato italiano 21%, Spagna 9,7%, Germania 12,4%, 5,8% su sovranazionali UE e 5,3% Francia.

Le prime 20 posizioni in portafoglio pesano per il 70,05% e sono tutti governativi area euro.

DESCRIZIONE TITOLO	ISIN	CONTROVALORE	PESO
BONOS DEL ESTADO 2022 0% 31/05/25 3Y	ES0000012K38	24.313.617,00	5,79%
EUROPEAN UNION 2023 2 3/4% 05/10/26 REG.S	EU000A3K4D82	24.306.755,41	5,79%
OAT FRANCE 2022 0% 25/02/25	FR0014007TY9	22.289.736,00	5,31%
BTP ITALY 2021 0% 15/08/24 S	IT0005452989	20.814.310,00	4,95%
BUNDESREPUB.DTL. AN 2015 0.1% 15/04/26 INDXLK.	DE0001030567	19.704.613,45	4,69%
IRELAND 2009 5.4% 13/03/25	IE00B4TV0D44	17.684.182,36	4,21%

DESCRIZIONE TITOLO	ISIN	CONTOVALORE	PESO
BTP ITALY 2018 1.45% 15/05/25 7Y	IT0005327306	16.737.072,83	3,98%
BUNDESREPUB.DTL. BO 2020 ZERO 11/04/25 181	DE0001141810	15.993.936,00	3,81%
NEDERLAND 2015 1/4% 15/07/25	NL0011220108	15.560.222,08	3,70%
FINLAND 2015 7/8% 15/09/25	FI4000167317	15.418.011,09	3,67%
OBLIGACION ESTADO 2016 1.95% 30/04/26	ES0000012729	14.235.839,79	3,39%
BTP ITALY 2017 1.45% 15/11/24 7Y	IT0005282527	13.911.571,74	3,31%
BELGIUM 2015 0.8% 22/06/25	BE0000334434	13.268.724,49	3,16%
PORTUGAL 2015 2 7/8% 15/10/25	PTOTEKOE0011	12.800.060,80	3,05%
BUNDESREPUB.DTL.BSA 2022 0.4% 13/09/24	DE0001104891	11.363.502,56	2,70%
OESTERREICH 2021 0% 20/04/25	AT0000A2QRW0	8.706.202,00	2,07%
BTP ITALY 2020 1.4% 26/05/25 INDXLK.	IT0005410912	7.122.106,60	1,70%
BTP ITALY 2021 0% 15/12/24 3Y	IT0005474330	6.888.700,00	1,64%
BTP ITALY 2019 0.65% 28/10/27 INDXLK.	IT0005388175	6.645.514,93	1,58%
BTP ITALY 2018 0.55% 21/05/26 INDXLK.	IT0005332835	6.566.240,09	1,56%

Obbligazionario

Il Benchmark del Comparto è composto dai seguenti indici:

Benchmark	Peso %
ICE BofA PAN-EUROPE GOVERNEMENT, TOTAL RETURN € HEDGED	35,0%
ICE BofA US TREASURY TOTAL RETURN € HEDGED	25,0%
ICE BofA 1-10Y GLOBAL INFLATION LINKED GOVERNEMENT EX JAPAN, TOTAL RETURN € UNHEDGED	10,0%
ICE BofA GLOBAL CORPORATE INVESTMENTS GRADE, TOTAL RETURN € HEDGED	30,0%

La gestione

Il patrimonio del comparto alla data risulta essere 143.068.263, con un incremento dell'1,84% rispetto alla precedente fotografia. Nel mese, la quota in liquidità è del 2%, in sottopeso la componente governativa (-9,3%), a favore della componente corporate (+7,2%). Di seguito l'andamento dell'asset allocation rispetto al patrimonio del comparto da inizio gestione, con i valori medi:

TIPOLOGIA ASSET	dic-23	gen-24	feb-24	mar-24	apr-24	mag-24	giu-24	medio
Liquidità Euro	0,75%	1,32%	2,00%	2,37%	0,63%	1,27%	0,50%	1,26%
Liquidità Altre Valute	1,25%	1,47%	1,84%	0,87%	0,97%	1,27%	1,51%	1,31%
Governativi Italia	4,00%	4,01%	3,07%	3,09%	3,12%	3,18%	3,16%	3,38%
Govovernativi Emu ex Italia	17,13%	20,61%	17,03%	17,17%	18,18%	14,10%	13,62%	16,83%
Governativi Emu Infl. Linked	0,50%	0,50%	0,50%	0,50%	0,51%	0,51%	0,51%	0,50%
Governativi Europa ex EMU	4,24%	4,21%	5,68%	5,67%	5,65%	8,36%	8,51%	6,04%
Governativi Usa	29,08%	28,99%	28,08%	28,18%	28,49%	27,48%	28,04%	28,33%
Governativi USA Infl Linked	5,51%	5,62%	5,60%	5,62%	5,75%	5,74%	5,85%	5,67%
Corporate EUR IG	30,47%	30,48%	35,19%	35,48%	35,66%	37,05%	37,24%	34,51%
Governativi UK Infl Linked	1,01%	1,01%	1,00%	1,02%	1,03%	1,03%	1,04%	1,02%

L'esposizione valutaria netta del comparto, grazie anche alle coperture, vede l'euro come valuta di riferimento con il 90,71%, a seguire il dollaro statunitense con il 6,95%, marginali i pesi delle altre valute. Il tasso fisso è preferito con un peso dell'88,02%, mentre l'inflation linked pesano per l'11,98%.

Il valore della quota risulta 10,198, in aumento rispetto alla valorizzazione precedente. Al risultato mensile della gestione finanziaria, che risulta superiore al benchmark di riferimento per 2 punti base ha contribuito la parte corporate con 89 punti base.

La duration media dell'intero portafoglio si mantiene pressoché stabile a 4,71 anni, così come il rating medio del portafoglio che si conferma ad A+.

Alla data, il portafoglio è costituito da 38 titoli governativi e 1 OICR con caratteristiche ESG utilizzato come veicolo per l'investimento in corporate. Gli emittenti con maggior peso in portafoglio sono: USA 33,9%, UK 8,7%, ITA 3,7%, BEI 3,4% e 2,8% su enti sovranazionali; gli altri emittenti con posizioni inferiori al 2%.

Le prime 20 posizioni in portafoglio pesano per il 49,80%

DESCRIZIONE TITOLO	ISIN	CONTROVALORE	PESO
US TREASURY NOTE 2023 3 1/2% 15/02/33 B-2033	US91282CGM73	14.059.399,59	9,99%
US TREASURY NOTE 2022 4 1/8% 15/11/32 F-2032	US91282CFV81	7.656.362,80	5,44%
US TREASURY NOTE 2023 4 7/8% 30/11/25 BL-2025	US91282CJL63	5.868.075,44	4,17%
US TREASURY NOTE 2023 4 5/8% 15/10/26 AT-2026	US91282CJC64	4.659.506,32	3,31%
TREASURY GILT 2009 4 1/2% 07/09/34 S	GB00B52WS153	4.331.246,78	3,08%
US TREASURY IXL 2017 3/8% 15/01/27 INDXLK.	US912828V491	3.124.805,04	2,22%
EUROPEAN INV.BK. 2019 0.05% 13/10/34 REG.S	XS2055781962	3.028.145,75	2,15%
US TREASURY IXL 2006 2% 15/01/26 INDXLK.	US912810FS25	2.900.364,68	2,06%
US TREASURY 2007 5% 15/05/37 BONDS O	US912810PU60	2.885.980,08	2,05%
US TREASURY NOTE 2024 4% 15/02/34 B-2034	US91282CJZ59	2.798.786,65	1,99%
TREASURY GILT 2021 1% 31/01/32 REG.S	GB00BM8Z2T38	2.386.737,81	1,70%
PORTUGAL 2022 1.65% 16/07/32 10Y	PTOTEYOE0031	2.184.492,56	1,55%
TREASURY GILT 2022 3 3/4% 29/01/38 REG.S	GB00BQC4R999	2.183.405,59	1,55%
OBLIGACION ESTADO 2022 1.9% 31/10/52 30Y	ES0000012K46	2.183.077,77	1,55%
EUROPEAN UNION 2022 1% 06/07/32 REG.S	EU000A3K4DD8	1.819.829,16	1,29%
PORTUGAL 2018 2 1/4% 18/04/34	PTOTEWEOE0017	1.800.668,86	1,28%
OESTERREICH 2021 1/4% 20/10/36	AT0000A2T198	1.617.730,86	1,15%
BTP ITALY 2019 1.35% 01/04/30 10Y	IT0005383309	1.541.667,23	1,10%
US TREASURY BOND 2019 2 1/4% 15/08/49 BONDS	US912810SJ88	1.520.223,10	1,08%
TREASURY GILT 2020 5/8% 31/07/35 REG.S	GB00BMGR2916	1.509.021,97	1,07%

Azionario

Il Benchmark del Comparto è composto dai seguenti indici:

Benchmark	Peso %
MSCI WORLD 100% HEDGED TO EURO, NET TR €	70%
MSCI WORLD NET TOTAL RETURN €	30%

La gestione

Il patrimonio del comparto alla data risulta essere 82.131.821, con una crescita rispetto alla fotografia precedente del 4,54%. Nel mese, la quota in liquidità è al 5% che porta al sottopeso l'azionario pur includendo anche il FIA in gestione diretta (2,40%). Di seguito l'andamento dell'asset allocation rispetto al patrimonio del comparto da inizio gestione, con i valori medi:

TIPOLOGIA ASSET	dic-23	gen-24	feb-24	mar-24	apr-24	mag-24	giu-24	medio
Liquidità Euro	1,56%	1,25%	1,94%	1,64%	1,69%	2,10%	2,62%	1,83%
Liquidità Altre Valute	0,74%	0,92%	2,83%	1,77%	2,92%	2,90%	2,23%	2,05%
Azioni Emu	9,86%	10,21%	9,89%	10,03%	9,88%	9,45%	9,30%	9,80%
Azioni Europa ex Emu	9,52%	9,96%	9,72%	9,95%	9,90%	10,58%	10,64%	10,04%
Azioni Nord America	67,79%	66,96%	66,31%	66,68%	65,80%	65,67%	66,02%	66,46%
Azioni Pacifico	7,28%	7,49%	6,66%	7,13%	7,01%	6,89%	6,84%	7,04%
FoF Private Equity	3,34%	3,22%	2,73%	2,65%	2,62%	2,56%	2,41%	2,79%

L'esposizione valutaria netta del comparto, grazie anche alle coperture, vede l'euro come valuta di riferimento con il 72,77%, a seguire il dollaro statunitense con il 18,82%, marginali i pesi delle altre valute sotto il 3%.

Il valore della quota risulta 11,095, in aumento rispetto alla valorizzazione del mese precedente dell'1,60%. Al risultato della gestione finanziaria, che risulta essere inferiore al benchmark di riferimento per 54 punti base, ha contribuito in maniera significativa il nord America con 237 punti base; negativo l'apporto del FoFPEI, con 34 punti base. Alla data, il portafoglio è costituito da 88 titoli e 1 OICR (FoFPEI), i settori maggiormente presenti si confermano: IT con il 25,6%, Salute 18%, Finanza 12,5% e Industriali 15,6%. Le prime 20 posizioni in portafoglio pesano per il 40,43% :

DESCRIZIONE TITOLO	ISIN	CONTROVALORE	PESO
MICROSOFT	US5949181045	2.869.988,24	3,55%
NVIDIA	US67066G1040	2.702.030,45	3,34%
TEXAS INST.S.	US8825081040	2.145.411,34	2,65%
NOVO NORDISK 'B'	DK0062498333	2.100.885,42	2,60%
SONY	JP3435000009	1.874.136,51	2,31%
REED ELSEVIER	GB00B2BODG97	1.738.917,08	2,15%

DESCRIZIONE TITOLO	ISIN	CONTOVALORE	PESO
TRANE TECHNOLOGIES	IE00BK9ZQ967	1.652.399,46	2,04%
PEPSICO INC	US7134481081	1.643.375,29	2,03%
ASML HOLDING	NL0010273215	1.570.681,80	1,94%
HEWLETT PACKARD ENTER.	US42824C1099	1.496.072,59	1,85%
HOME DEPOT INC	US4370761029	1.472.033,52	1,82%
LAM RESEARCH	US5128071082	1.388.999,58	1,72%
LOWES COS INC	US5486611073	1.376.550,80	1,70%
EDWARDS LIFESCIENCES CORP	US28176E1082	1.325.370,52	1,64%
UNITEDHEALTH GP.	US91324P1021	1.321.913,99	1,63%
CISCO SYSTEMS	US17275R1023	1.313.789,48	1,62%
AMERICAN EXPRESS CO	US0258161092	1.217.217,35	1,50%
JOHNSON CONTROLS INTL.	IE00BY7QL619	1.216.089,35	1,50%
SAP	DE0007164600	1.192.080,80	1,47%
MARSH & MCLENNAN	US5717481023	1.116.172,09	1,38%