

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

L'andamento dei mercati finanziari nei primi mesi dell'anno è stato condizionato positivamente da un buon mix di crescita e inflazione ovvero con un'economia mondiale sorprendentemente forte in un regime d'inflazione alta, ma finalmente in discesa. Le sorprese cicliche positive sono servite a contenere le preoccupazioni sugli utili aziendali e l'inflazione in calo ha contribuito a tenere sotto controllo i tassi d'interesse a beneficio delle valutazioni di mercato. Il risultato è stato un rimbalzo dei mercati finanziari concentrato soprattutto del comparto azionario che ha recuperato in parte le perdite registrate nel 2022.

Neanche la recente crisi delle banche regionali americane ha scalfito l'ottimismo: l'intervento deciso delle autorità monetarie ha bloccato sul nascere il rischio di contagio e le difficoltà sperimentate dal sistema bancario hanno contribuito a spingere la Fed su posizioni più accomodanti.

In effetti la Federal Reserve ha di fatto completato la fase di rialzo dei tassi e le altre Banche Centrali sono molto vicine ad una pausa, non solo per l'inflazione in moderazione, ma anche per le difficoltà nel quantificare l'impatto economico della stretta sul credito bancario dovuta ai recenti scossoni nel mondo bancario.

Gestore Pictet AM

Dopo un primo trimestre alquanto movimentato, il mese di aprile è stato sorprendentemente calmo per i mercati globali, sia azionari che obbligazionari. Rimane invece complesso e ricco di sfumature il quadro macroeconomico.

Le tensioni nel sistema bancario statunitense non risultano ancora esaurite, seppur circoscritte all'ambito delle banche regionali. Contesto che al momento rimane più che gestibile come dimostrato dalla recente acquisizione di First Republic da parte di JP Morgan.

Ad inizio maggio la Fed ha effettuato, come da attese, quello che sembra poter essere l'ultimo rialzo di questo ciclo sicuramente memorabile per rapidità. Ha portato il tasso di riferimento al 5.25% (+25bps), per un totale di +500bps in poco più di un anno (da marzo 2022). Il messaggio di Powell ha cercato di essere il meno vincolante possibile su giugno, concedendo la possibilità di una pausa ma rimarcando al contempo la

dipendenza delle future decisioni dai dati che saranno pubblicati. Ritiene tuttavia inverosimili i tagli prezzati dal mercato, considerando la solidità del mercato del lavoro: oltre mezzo punto già nella seconda parte di quest'anno (e un altro punto e mezzo nel 2024). Condividiamo la sensazione che la pausa, se confermata (come possibile) già a giugno, sarà probabilmente prolungata. Infatti, il terminal rate raggiunto è lievemente più basso di quanto si pensasse a fine febbraio, ridimensionato a causa del rischio bancario; non per questo però i tagli seguiranno rapidamente a meno che non vi sia una decisa restrizione del credito. E questo si chiarirà solo nei prossimi mesi.

L'inflazione sta rientrando, ma a un ritmo ancora lento sulle componenti dei servizi core, le più sensibili alle dinamiche del mercato del lavoro. Il surriscaldamento dei mesi passati sembra rientrare, rallenta il ritmo delle nuove posizioni aperte e il tasso di dimissioni volontarie. L'economia però continua ad aggiungere nuovi occupati (+253k ad aprile), seppur confermando il rallentamento della media di tre mesi. Sui salari si conferma la tendenza meno convincente degli ultimi mesi, dopo il rientro dai picchi di inizio 2022 per ora si viaggia ancora intorno al 4.4% annuale (aumento di aprile degli Average Hourly Earnings). Nel primo trimestre la crescita era buona, meno delle attese per via delle scorte ma ancora ben sostenuta dai consumi. Gli indicatori di fiducia sul lato servizi arrestano per il momento la forte discesa dei mesi scorsi mentre si conferma il rallentamento sul manifatturiero.

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

Gestore Credit Suisse

Il circolo virtuoso che si è creato nella prima parte dell'anno sfortunatamente comincia a mostrare segnali di scricchiolio: in Europa l'impulso positivo sulla crescita indotto dalla riduzione del costo dell'energia in Europa sembra ormai in esaurimento, in Cina le buone notizie sulla crescita sembrano concentrate sul settore domestico dei servizi con impatto limitato sul resto del mondo e infine la stretta sul credito bancario, che continua ad intensificarsi soprattutto negli USA, rappresenta un importante fattore di rischio al ribasso.

Alcuni indicatori mostrano come il sistema bancario americano, colpito dalla fuga dei depositi verso fondi monetari, stia reagendo alla crisi con un inasprimento degli standard di concessione dei prestiti che inevitabilmente porterà ad una riduzione della disponibilità di credito alle imprese. In Europa e negli Stati Uniti le indagini condotte nel primo trimestre presso i principali istituti bancari mostrano già un significativo rallentamento del credito che, con un certo ritardo, ha prodotto in passato una contrazione della crescita del settore industriale globale.

Per questi motivi, andando verso l'estate, prevediamo un rallentamento della crescita soprattutto nei dati di produzione industriale che riporterà l'attenzione sul rischio recessione. Fortunatamente questo processo si accompagnerà però ad una riduzione delle pressioni inflazionistiche e un atteggiamento più accomodante da parte delle banche centrali.

Gestore Pictet AM

Nel complesso la tenuta dell'economia è incoraggiante, indubbiamente in rallentamento senza però mostrare segnali di una recessione imminente, a conferma della plausibilità di una prossima pausa per la Fed, senza tagli per quest'anno. Il prossimo mese inoltre vedrà sempre più protagonista il tema del tetto del debito, e la necessità per il Congresso USA a trovare un accordo sul suo livello in vista del raggiungimento del vincolo tecnico possibilmente già ai primi di giugno (stima conservativa comunicata dal tesoro USA). Molto spesso questo accordo, risultato di negoziazioni di natura politica più che economica, arriva a ridosso della scadenza, causando non poca volatilità sui mercati.

Sui portafogli siamo dunque compratori sull'obbligazionario USA, su scadenze medio-lunghe sia come rendimento corrente che nell'eventualità di qualche inattesa sorpresa sulle dinamiche di crescita, di un contagio più ampio di quanto sembra dal settore bancario o fasi di panico a ridosso della scadenza tecnica sul livello del tetto del debito. Rimane poco ragionevole, se non per attività di natura tattica, l'acquisto sulle parti brevi finché il mercato continua a prezzare dei tagli, poco sensati in assenza di una forte recessione, per quest'anno.

Anche la BCE ha proseguito con il rialzo di 25bps come atteso, lasciando i mercati composti e ben prezzati sugli ulteriori due rialzi possibili. D'altro canto, la BCE è dominata dai falchi e la Presidente Lagarde ha ribadito recentemente la sua preoccupazione per le implicazioni inflattive del processo di Frammentazione (o de-Globalizzazione) citando fino a 5 punti di impatto nel breve (e 1 nel lungo). Siamo quindi neutrali sulla parte a breve, mentre proseguiamo con l'accumulo sulle parti medio-lunghe. Inoltre, l'entità del rallentamento dell'attività creditizia, in corso da più trimestri, dovrebbe attenuare le pressioni lato domanda e confermare la tanto attesa stabilizzazione dell'inflazione core (che viaggia intorno al 5.6-5.7% da febbraio).

Sul fronte azionario, la stagione degli utili negli USA si sta concludendo con esito complessivamente incoraggiante sulla tenuta dei margini mentre le attese si sono ridimensionate e posizionate su una crescita del +5% per i prossimi 12 mesi. Nonostante il ridimensionamento, queste attese sono più ottimiste rispetto al rallentamento implicito negli indicatori di fiducia su servizi e manifatturiero. Anche valutativamente, le azioni americane non sono particolarmente a buon mercato (premio per il rischio al di sotto della media storica). Per questo confermiamo la view cauta sull'azionario ad eccezione di nomi/aree con bilanci solidi e poca necessità di rifinanziamento, dunque componente difensiva e poco ciclica.

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

Gestore Credit Suisse

Il cambio di regime macro favorirà il comparto del reddito fisso: se infatti analizziamo le performance storiche di azioni e obbligazioni condizionate alle dinamiche di crescita e inflazione scopriamo come storicamente crescita in indebolimento e inflazione in discesa abbiano generato performance favorevoli all'obbligazionario; quindi, dovremmo assistere ad un cambio di leadership dopo un ottimo inizio anno del comparto azionario. Il rallentamento economico unito alla stretta sul credito bancario suggerisce maggiore

cautela sul credito. Nell'azionario invece sembra appropriato un posizionamento settoriale più difensivo, ma la buona notizia è che alcuni comparti legati agli investimenti di transizione energetica o re-shoring dovrebbero continuare ad essere supportati dalle azioni di stimolo fiscale messe in campo dai governi occidentali.

Gestore Pictet AM

La strategia da inizio anno (sino al 12 maggio 2023) ottiene rendimenti positivi pari a 347bps sottoperformando il benchmark di riferimento di 234bps in virtù di un sottopeso azionario assoluto pari a 7 punti percentuali che vede, dal punto di vista geografico, l'area americana come fonte principale di sottopeso mentre l'area azionaria europea e cinese sono sovrappesate. Per quanto riguarda l'allocazione sul reddito fisso manteniamo un atteggiamento cauto, la componente residuale cash, di poco superiore ai 15 punti percentuali è allocata su prodotti Money Market.

Sezione 4: la performance del portafoglio e del benchmark (al 31 marzo 2023)

comparto	data nav	rendimento ANNUALE Quota	rendimento ANNUALE Benchmark NETTO
ESPANSIONE	31/01/2023	2.662%	3.60%
ESPANSIONE	28/02/2023	1.713%	2.81%
ESPANSIONE	31/03/2023	2.348%	4.04%

Fonte: Previnet