



Newsletter agli aderenti al comparto SCUDO di Fondo Sanità

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

COMPARTO SCUDO – NE PARLIAMO CON ANIMA E EURIZON

Sezione 1: l'attuale situazione dei mercati finanziari

Gestore Eurizon

Dati macro superiori alle attese e un calo dell'inflazione rallentato rispetto ai mesi precedenti hanno portato le Banche Centrali a confermare un atteggiamento verbalmente severo rispetto alle intenzioni di politica monetaria.

I future sui Fed Fund prezzano ora rialzi di tassi di interesse di 25 punti base (0.25%) nelle riunioni di marzo, maggio e giugno 2023 per un livello terminale dei Fed Fund a 5,25% - 5,50%. Per la BCE le attese prevedono un tasso di arrivo al 3,75% con la prossima mossa, il 16 marzo, di 0,5% (50 punti base).

La combinazione inflazione – crescita economica sarà ancora il principale tema di attenzione per gli investitori.

La fase di discesa dell'inflazione, legata al rientro dei colli di bottiglia e al calo dei prezzi delle materie prime, è in larga parte terminata (USA) o in via di esaurimento (Eurozona). La resistenza dell'inflazione è peraltro collegata ad una tenuta della crescita economica migliore delle attese, sia negli USA che in Eurozona.

Si conferma in riaccelerazione l'economia cinese. Il picco dei contagi, seguito all'abbandono della politica zero-Covid, è stato raggiunto molto rapidamente.

Gestore Anima

Complici una serie di fattori positivi, nel corso del mese di gennaio i mercati finanziari hanno messo a segno un avvio brillante, con ritorni positivi sulle principali attività di rischio, dall'azionario ai governativi, passando per i titoli corporate, con le eccezioni di materie prime energetiche e dollaro.

Alcune considerazioni di carattere macroeconomico hanno supportato la propensione al rischio degli investitori. Innanzitutto, il crollo del prezzo del gas naturale in Europa ha permesso di scongiurare una crisi energetica che avrebbe avuto serie ripercussioni sull'economia; inoltre, ulteriore supporto è giunto dalla notevole accelerazione del processo di riapertura in Cina. Nonostante alcune rilevazioni macro abbiano mostrato segnali di rallentamento, i dati sulla crescita hanno evidenziato, nelle economie avanzate, una tenuta migliore delle attese e, seppur con diverse velocità di rientro, anche il picco dell'inflazione sembra essere alle spalle. Le trimestrali sin qui rilasciate negli Stati Uniti hanno offerto ulteriore supporto, sebbene inferiori alle medie storiche e forward guidance più caute rispetto al passato, grazie a numeri ben lontani da quanto le più cupe aspettative facessero presagire.



Sul fronte delle politiche monetarie, si è consolidato il diverso approccio tra Fed e BCE: da un lato, numerosi esponenti della Federal Reserve si sono espressi a favore di una moderazione dell'entità degli aumenti dei tassi ufficiali, intenzione ribadita tra l'altro in un pezzo del ben introdotto giornalista del WSJ Nick Timiraos. Dall'altro la BCE ha mantenuto una retorica molto aggressiva, seppur con una maggior confusione nella comunicazione, come testimoniato dalle smentite a seguito delle indiscrezioni riportate da Bloomberg circa la possibilità di un rialzo di soli 25bp già a partire dal meeting di marzo.

In questo contesto i mercati azionari hanno riportato solidi guadagni. A livello geografico spiccano le performance della Cina, che ha beneficiato dell'accelerazione del processo di riapertura, e dell'Area Euro, supportata da un mix settoriale favorevole e valutazioni più attraenti rispetto agli Stati Uniti. Più attardato il Giappone, penalizzato dall'apprezzamento della divisa, a seguito delle aspettative di una svolta meno accomodante della BoJ. Le dinamiche settoriali hanno visto una generalizzata preferenza degli investitori per i titoli ciclici a scapito dei comparti più difensivi, e flussi in acquisto anche sui titoli growth, grazie alla compressione dei rendimenti.

Gli indici obbligazionari governativi hanno registrato performance positive, con gli investitori che, confortati dal rientro delle pressioni sui prezzi, hanno iniziato a prezzare un ammorbidimento della politica monetaria delle banche centrali sistemiche nel corso dell'anno. A livello geografico, i Treasury hanno sovraperformato i corrispettivi titoli di Stato europei, che hanno comunque registrato considerevoli ribassi dei rendimenti, con i BTP sugli scudi e con lo spread rispetto al Bund in contrazione a 186 bp. Positive anche le obbligazioni societarie che hanno consegnato un significativo restringimento degli spread, più marcato nel comparto speculativo (high yield) rispetto ai titoli investment grade; consolida il movimento di recupero anche il debito dei paesi emergenti in valuta forte.

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

Gestore Eurizon

Lo scenario di medio termine prevede un graduale allentamento dell'inflazione in un contesto di moderazione della crescita. Nell'immediato, però, la solidità dei dati macro induce le Banche Centrali a proseguire la restrizione monetaria a fronte di un calo dell'inflazione ancora piuttosto lento. In tale contesto si mantiene un posizionamento direzionale meno pronunciato di quello adottato da fine 2022, mentre si conferma il giudizio di sovrappeso sui titoli governativi di USA e Germania. Confermata la neutralità sugli spread in Eurozona e sul credito con la preferenza per gli emittenti societari di miglior merito creditizio.

Gestore Anima

Nel corso delle ultime settimane, il flusso di dati ha costretto gli investitori a modificare ripetutamente le aspettative sull'evoluzione di quadro macro e politiche monetarie. All'inizio del 2023, il crollo dei prezzi delle materie prime energetiche e l'accelerazione del processo di riapertura in Cina avevano simultaneamente consolidato le attese di calo dell'inflazione e ridimensionato i timori di recessione, offrendo supporto tanto ai mercati azionari quanto a quelli obbligazionari. Da inizio febbraio, invece, i dati molto più forti del previsto sulla crescita (specie negli Stati Uniti) e le evidenze che il trend disinflazionistico procede più lentamente di quanto ipotizzato in precedenza hanno costretto gli investitori ad anticipare una stretta monetaria più



aggressiva: le pressioni rialziste sui tassi si sono rinvigorite e i guadagni registrati sui mercati obbligazionari sono stati in gran parte erosi.

In questo contesto, la view sull'asset class azionaria si conferma tatticamente neutrale. Manteniamo la convinzione che nei prossimi mesi il deterioramento del quadro macro/fondamentale peserà sui mercati azionari, e il rally robusto registrato da inizio anno ha lasciato sul campo valutazioni piene, ma nel breve termine la volatilità nel flusso di dati macro, la crescente fiducia degli investitori in uno scenario di soft landing e l'aspettativa pressoché unanime di una correzione lasciano presagire una fase di scarsa direzionalità. L'approccio resta dunque tattico e flessibile, con l'attenzione focalizzata sugli eventuali segnali di un cambio di trend e sulla creazione di "alpha". A livello geografico, in particolare, confermiamo la preferenza per i Paesi emergenti e privilegiamo l'Europa rispetto a Stati Uniti e Giappone. Sul piano settoriale, l'approccio è molto selettivo: nei portafogli focalizzati sull'Europa, a titolo di esempio, sono in sovrappeso tanto settori difensivi quali telecom e consumi di base, quanto comparti ciclici come lusso e banche; in linea generale, l'esposizione ai settori difensivi è in aumento: la sottoperformance registrata da inizio anno è stata marcata e l'interesse degli investitori aumenterà quando la perdita di slancio dell'attività economica si intensificherà.

Per quanto riguarda i mercati obbligazionari, il repricing che si è verificato da fine gennaio è stato molto pronunciato: i tassi governativi a due anni hanno raggiunto nuovi massimi di ciclo sia negli Stati Uniti che in Germania, e i tassi decennali i livelli più alti da inizio 2023. Le valutazioni sono interessanti con orizzonte a medio termine, e la view tattica passa da negativa a neutrale. Tuttavia, il riposizionamento dei portafogli avverrà in modo elastico e graduale: se i dati continueranno a sorprendere al rialzo, le aspettative degli investitori sulle scelte della Fed potrebbero diventare ancora più aggressive, e un'eventuale debolezza della parte a breve non lascerebbe immuni le scadenze lunghe, visto l'appiattimento estremo delle curve dei tassi e il peso del Quantitative Tightening. Il giudizio sui BTP resta più cauto, in virtù della compressione dei premi al rischio e del forte aumento dell'offerta netta di titoli, ma i margini di allargamento non sono significativi (in assenza di un'escalation dei rischi politici/geopolitici o di un deterioramento severo del quadro macro). Nel mondo del credito, continuiamo a privilegiare il comparto a più alto merito di credito e manteniamo un approccio selettivo, visto il forte restringimento degli spread registrato da fine settembre.

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

Gestore Eurizon

Il portafoglio obbligazionario, in linea con il benchmark, è composto da titoli obbligazionari europei del tratto di curva 1-5 anni.

In termini di allocazione settoriale per tutto il periodo abbiamo sottopesato il settore 1-3 anni a favore del segmento 3-5 anni ritenendo che in questa fase di inasprimento della politica monetaria potesse continuare la tendenza all'appiattimento della curva dei rendimenti iniziata lo scorso anno. Nel complesso il portafoglio obbligazionario è in sovrappeso di 0.18 di duration.

Inoltre, dato il livello attraente raggiunto dagli spread, si sono inseriti tramite OICR titoli corporate europei nel tratto 1-3 anni

La componente azionaria, mantenuta con un peso superiore rispetto al parametro di riferimento sin da inizio anno, al momento è in sovrappeso di circa il 2%. A livello geografico il sovrappeso è equamente distribuito



tra Europa e Nord America. L'anno è iniziato con il solo sovrappeso sul mercato europeo e solo durante il mese di febbraio è stato aumentato il peso sul mercato americano.

Gestore Anima

La partenza del mandato, sulla base dell'evoluzione dello scenario, si è contraddistinta per un posizionamento azionario complessivamente neutrale verso il benchmark, implementato per il tramite dell'OICR ANIMA Azionario Paesi Sviluppati LTE. La buona performance dei mercati azionari ci rende nel breve più prudenti, approccio che si tradurrà eventualmente tatticamente in una riduzione dell'OICR. L'eccessivo ottimismo degli investitori rispetto ad un possibile ammorbidimento delle politiche monetarie ci ha portato in una fase iniziale a mantenere prudenza sul posizionamento sulla componente tassi: la duration complessiva è stata mantenuta in sottopeso, ma in graduale aumento mano a mano che i rendimenti delle curve obbligazionarie governative sono risaliti verso i livelli di inizio anno. L'obiettivo a breve è la neutralità. Restano a nostro avviso interessanti le emissioni societarie che manterranno tendenzialmente un peso molto vicino all'attuale.

Sezione 4: la performance del portafoglio e del benchmark(al 28 febbraio 2023)

| fondo | comparto | data nav | rendimento ANNUALE Quota |
|---------------|----------|------------|--------------------------|
| FONDO SANITA' | SCUDO | 31/12/2022 | |
| FONDO SANITA' | SCUDO | 31/01/2023 | 0.767% |
| FONDO SANITA' | SCUDO | 28/02/2023 | -0.046% |

Fonte: Previnet