

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

Inflazione ancora in discesa nell'ultimo mese, ma le Banche Centrali rimangono severe, soprattutto verbalmente. La tenuta della crescita economica è un utile alleato per Fed e BCE che preferiscono eccedere nella restrizione, pur di calmare l'inflazione in modo definitivo.

La Fed ha espresso l'intenzione di alzare ancora i tassi dopo la pausa di giugno, ma il mercato crede solo in parte a questa ipotesi e assegna una elevata probabilità ad una Fed ormai ferma. Per quanto riguarda la BCE, due ulteriori rialzi dei tassi sono scontati, ma dall'autunno in poi il mercato prevede tassi fermi. E nelle aspettative del mercato monetario, il 2024 si presenta come un anno di tassi in calo.

È uno scenario che andrà validato alla luce dei dati di inflazione, dove le componenti core dovranno replicare la disinflazione già mostrata dall'energia. Saranno osservati speciali anche i dati sul mercato del lavoro, il cui indebolimento potrebbe riaccendere timori di rallentamento brusco dell'economia.

Modesta in questa fase l'attenzione sulla Cina, che si conferma in ripresa dopo l'abbandono della politica Zero Covid, senza tuttavia mostrare gli eccessi che avevano caratterizzato le riaperture in USA ed Eurozona. Modesta anche l'attenzione dei mercati sulla guerra della Russia in Ucraina, anche dopo il tentato golpe, soprattutto perché l'impatto sui prezzi del petrolio e del gas si è ridotto da tempo.

Gestore Anima

Nel corso del mese di giugno, l'andamento dei mercati finanziari è stato significativamente influenzato dal flusso di dati e notizie circa l'evoluzione di quadro macro e politiche monetarie. Gli indicatori sull'attività economica pubblicati nelle ultime settimane hanno consegnato un quadro misto. Negli Stati Uniti, la revisione al rialzo del dato sul PIL del primo trimestre, il report sul mercato del lavoro e i numeri molto più forti delle attese su fiducia dei consumatori e ordini di beni durevoli hanno fatto da contraltare al rallentamento degli indici PMI, specie nella componente manifatturiera. In Area Euro, il dato sul PIL relativo al primo trimestre 2023 ha confermato la recessione tecnica e gli indici di fiducia delle imprese sono apparsi deboli, specialmente nella componente nuovi ordini. In un contesto di inflazione che, seppur in calo, si conferma su livelli elevati e ben lontani dagli obiettivi di policy, sia la Fed che la BCE hanno reiterato la necessità di ulteriori rialzi, aggiungendosi alla nutrita schiera di banche centrali che su scala globale hanno adottato misure o torni più aggressivi del previsto (in contro-tendenza PBoC e BoJ, che hanno confermato un approccio pro-ciclico). Sul fronte geopolitico, dopo la visita del Segretario di Stato

USA in Cina, il dialogo tra le parti è proseguito con la missione del Segretario al Tesoro Yellen, alla ricerca di basi più solide per le relazioni tra le due superpotenze.

In questo contesto, sul comparto obbligazionario si è registrato un significativo rialzo dei rendimenti dei titoli di stato, su entrambe le sponde dell'Atlantico. Il repricing ha coinvolto maggiormente le scadenze brevi mentre il tratto più lungo ha sofferto in misura inferiore, alimentando un forte appiattimento delle curve (il differenziale fra i tassi a 2 e 10 anni ha raggiunto i minimi da 20 anni sia negli Stati Uniti che in Germania). I BTP si sono sganciati dal trend globale e hanno offerto ritorni positivi grazie alla contrazione dello spread contro Bund decennale. Performance generalmente positive per le obbligazioni societarie, grazie al restringimento degli spread che ha più che compensato l'aumento dei rendimenti governativi.

I mercati azionari hanno offerto ritorni positivi: il calo della volatilità e il clima di propensione al rischio hanno temporaneamente spinto i listini continentali a segnare massimi storici (come nel caso dell'indice DAX) o di periodo (indice FTSEMIB, ai massimi dal 2008), mentre l'entusiasmo che circonda la tematica dell'Intelligenza Artificiale ha accompagnato l'indice S&P500 in territorio di bull-market. Verso la fine del mese, la revisione delle aspettative sulla politica monetaria e l'incertezza sul profilo di crescita globale hanno alimentato una fase di correzione, prontamente riassorbita.

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

Gestore Eurizon

Lo scenario di riferimento combina un'inflazione in lenta discesa a crescita economica in rallentamento, ma ancora positiva. La tenuta della crescita economica favorisce un atteggiamento ancora severo da parte delle Banche Centrali, ma nello scenario centrale si prevede che l'azione restrittiva sia in fase di completamento. Si esprime un giudizio positivo sui titoli governativi di USA e Germania e sulle obbligazioni a spread, mentre si mantiene un atteggiamento neutrale sulle azioni, che potrebbero mostrarsi ancora volatili in attesa del completamento della restrizione monetaria

Gestore Anima

Nel corso delle ultime settimane, il sentiment costruttivo sulle attività rischiose si è consolidato e la volatilità è scesa, trasversalmente alle asset class (l'indice VIX ha raggiunto i minimi da inizio 2020).

Il flusso di dati è stato caratterizzato da luci e ombre e non di rado ha offerto segnali ambigui e contrastanti circa gli sviluppi in atto nelle diverse aree geografiche e nei diversi settori dell'economia, ma nel complesso gli investitori hanno apprezzato le conferme di resilienza della domanda interna negli Stati Uniti, mentre le sorprese al ribasso in Cina e Area Euro hanno avuto meno risonanza.

Il clima positivo non è stato intaccato nemmeno dall'inasprimento generalizzato dell'approccio delle banche centrali, che ha contraddistinto l'intero mese di giugno: le prime sorprese hawkish sono arrivate in Canada e Australia, dove i tassi sono saliti invece che restare invariati; successivamente, Fed e BCE hanno adottato una retorica più dura del previsto e anticipato la necessità di prolungare la stretta monetaria; da ultimo, Bank of England e Norges Bank hanno alzato i tassi di 50bp a fronte di attese di un aumento di soli 25bp. A differenza che in passato, il repricing del sentiero dei tassi ufficiali provocato dagli annunci si è limitato a penalizzare le

scadenze brevi: le ripercussioni per le attività rischiose e i tassi a lungo termine sono state relativamente contenute, denotando una minore sensibilità degli investitori agli sviluppi su questo fronte.

Il rally dei mercati azionari, infatti, è proseguito, con un livello di partecipazione superiore rispetto ai mesi precedenti: a sostenere gli indici sono state non solo una manciata di mega-cap tecnologiche, ma anche le small cap e diversi settori ciclici scarsamente detenuti (energia, materie prime e banche). Le ricoperture hanno certamente rivestito un ruolo importante: secondo una molteplicità di sondaggi e indicatori, il posizionamento molto conservativo che aveva contraddistinto gran parte della comunità finanziaria a inizio 2023 si è ormai riequilibrato e si attesta ora su livelli superiori alle medie storiche, con i gestori discrezionali che hanno chiuso il gap rispetto alle strategie sistematiche.

In questo contesto, la nostra view sull'asset class azionaria si conferma prudente: benché non si possa escludere un ulteriore squeeze, la prospettiva resta quella di un deterioramento del quadro macro, seppur con incertezza sul timing esatto, e le valutazioni rispetto alle altre asset class sono elevate; in aggiunta, diversi indicatori di sentiment hanno raggiunto livelli di allerta, la stagionalità è negativa e le condizioni di liquidità mediocri. Il focus resta sulla creazione di Alpha, con particolare attenzione alle opportunità offerte dai trend strutturali, alle scelte di allocazione settoriale e allo stock picking.

Il giudizio sulle obbligazioni governative core si conferma costruttivo, in coerenza con le nostre aspettative sull'evoluzione di quadro macro e politiche monetarie, e in ottica di protezione rispetto allo sviluppo di scenari di coda. Tuttavia, le incessanti conferme di resilienza della crescita e vischiosità dell'inflazione e l'aggressività delle banche centrali continuano a posticipare l'avvio di un trend ribassista sostenuto, e i tassi restano confinati all'interno degli ampi trading range delineati da inizio anno; pertanto, le posizioni non sono aggressive e vengono gestite in modo tattico (nelle ultime settimane, si è profilata un'opportunità di accumulo). L'orientamento sui BTP è marginalmente più cauto rispetto a quello su Treasury e Bund: lo spread si trova su livelli piuttosto compressi, e appare vulnerabile al deterioramento del sentiment sulle attività rischiose, alle crescenti preoccupazioni sull'attuazione del PNRR e alle potenziali criticità derivanti dall'accelerazione del processo di restrizione del bilancio della BCE. L'approccio al mondo del credito rimane contraddistinto da una spiccata selettività e dalla preferenza per il comparto investment grade rispetto agli high-yield.

Con riferimento ai mercati valutari, infine, il giudizio sul dollaro è neutrale: in un contesto di sostanziale assenza di direzionalità, si privilegia un approccio tattico.

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.

Al 3 luglio scorso il portafoglio ha avuto una performance da inizio anno dello 0,65% rispetto allo 0,59% del benchmark.

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 0.31 anni di duration. 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 2,5%. A livello geografico il sovrappeso è equamente distribuito tra Europa e Nord America.

Gestore Anima

Stante il violento repricing dovuto alle politiche monetarie messe in campo dalle Banche Centrali, la parte breve della curva ha subito la maggior penalizzazione e pertanto è stata mantenuta una preferenza per la parte medio-lunga del benchmark sottostante con un marginale sovrappeso di duration. La view sui bond è costruttiva, nonostante il commitment delle Banche Centrali a proseguire il sentiero di rialzo dei tassi sia ancora piuttosto forte. La componente di rendimento è stata ottimizzata attraverso un investimento di circa il 15% del portafoglio in titoli corporate con una buona diversificazione in termini di emittenti. Non vi è al momento una preferenza in termini di aree geografiche; il portafoglio è in leggero sovrappeso sull'Italia per via dell'investimento in emittenti corporate di primario standing. Sulla componente azionaria, implementata per il tramite dell'investimento nell'OICR Anima Azionario Paesi Sviluppati LTE, è mantenuta una view prudente che si traduce in un moderato sottopeso rispetto al benchmark. Sul fronte valutario non si ritiene vi siano al momento le basi per scommesse sulle divise; è stato detenuto circa un 0.90% in USD in ottica di hedging.

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

comparto	data nav	rendimento ANNUALE Quota	rendimento ANNUALE Benchmark NETTO
SCUDO	28/04/2023	1,258%	1,25%
SCUDO	31/05/2023	1,501%	1,51%
SCUDO	30/06/2023	1,114%	1,07%

Fonte: Previnet