

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

Nel corso dell'ultimo mese i dati macro hanno segnalato un rallentamento dell'attività economica, che mantiene però un tasso di crescita positivo, tanto in USA quanto in Eurozona, soprattutto per quanto riguarda la domanda domestica e i settori non manifatturieri.

Per quanto riguarda l'inflazione la tendenza è in calo, sia in USA sia in Eurozona, soprattutto grazie al calo dei prezzi delle materie prime avvenuto nei mesi scorsi, mentre le componenti core mostrano una discesa ancora rallentata negli USA e non hanno segnato il picco in Eurozona. In sintesi il processo di rientro dell'inflazione è in corso, ma non può essere considerato completo, soprattutto agli occhi delle banche centrali.

Rispetto alla fase di turbolenza del settore bancario, a metà marzo, le aspettative di crescita per il ciclo economico sono state riviste in senso meno pessimistico, alzando il livello finale della restrizione monetaria e posticipando l'inizio della fase di discesa dei tassi. Contestualmente i tassi governativi a media e lunga scadenza sono risaliti e le attività di rischio hanno recuperato. I mercati si sono quindi riportati più vicini ad uno scenario di rallentamento dolce per il ciclo economico, piuttosto che di frenata brusca. Quest'ultimo scenario di rischio andrà comunque monitorato con attenzione nei prossimi mesi quando agli effetti della restrizione monetaria dell'ultimo anno si aggiungeranno quelli della restrizione del credito in atto dopo le turbolenze bancarie di marzo. Rimane comunque la considerazione positiva che lo scenario di prolungamento della fase di surriscaldamento del ciclo economico, che aveva caratterizzato il 2022, risulta in via di archiviazione.

In un contesto di rallentamento per USA ed Eurozona, la Cina si conferma invece in riaccelerazione dopo l'abbandono della politica zero covid. Va comunque notato positivamente che la ripresa dell'attività sta avvenendo senza gli eccessi che avevano caratterizzato le riaperture in USA ed Eurozona che erano state alla base della fiammata inflazionistica.

Modesta l'attenzione dei mercati sulla guerra della Russia in Ucraina, soprattutto perché l'impatto sui prezzi del petrolio e del gas si è ridotto da tempo.

Gestore Anima

L'andamento dei mercati finanziari nel corso del mese di aprile è stato caratterizzato da un calo generalizzato della volatilità, dopo le turbolenze di marzo: l'indice VIX è sceso ai minimi da inizio 2022, mentre il MOVE si è riportato in prossimità dei livelli antecedenti il fallimento di Silicon Valley Bank. Il movimento è stato alimentato da un ulteriore ridimensionamento dei timori per la stabilità finanziaria, con l'utilizzo delle linee di credito presso la Fed in calo, nonostante le vicissitudini di First Republic Bank (l'istituto di credito di San Francisco ha visto polverizzarsi le proprie azioni dopo una trimestrale molto deludente ed è passato sotto il controllo delle autorità, che nel corso del fine settimana ne hanno decretato il fallimento e hanno ceduto gran parte delle attività a JPM).

Con riferimento al quadro macro/fondamentale, la stagione di pubblicazione delle trimestrali ha offerto alcuni spunti interessanti. Nel complesso, i dati relativi al primo trimestre sono stati positivi; negli Stati Uniti, i giganti della tecnologia hanno generalmente riportato buoni risultati, e assicuranti sono stati anche numeri e dinamiche descritte da gran parte delle banche; in Europa, le aziende del lusso hanno dimostrato di aver tratto grande beneficio dalla riapertura cinese. Tuttavia, in ottica prospettica, le guidance fornite agli investitori sono state accomunate da una generale cautela.

Sul fronte macro, negli Stati Uniti i dati più bassi del previsto sull'inflazione headline e sui prezzi alla produzione hanno offerto segnali incoraggianti di allentamento delle pressioni sui prezzi; dal lato della crescita, vendite al dettaglio e produzione industriale hanno sorpreso al rialzo, ma il calo più profondo del previsto del sondaggio sul settore manifatturiero condotto dalla Fed di Philadelphia e del Leading Indicator del Conference Board indicano che le ombre si stanno addensando sull'economia americana. In Area Euro, i dati preliminari sui PMI di aprile hanno confermato la resilienza della crescita (l'indice composito è salito per il sesto mese di fila, più di quanto stimato dal consenso) e una divergenza sempre più marcata di prospettive fra manifatturiero e servizi.

In questo contesto, i mercati obbligazionari hanno registrato scarsa direzionalità. Il rendimento del Treasury decennale si è mantenuto in prossimità della soglia del 3,5%, mentre il Bund tedesco ha chiuso il mese in area 2,30%; leggero rialzo dei rendimenti dei BTP, penalizzati dalle crescenti preoccupazioni sull'attuazione del PNRR e dal report di Moody's, che ha sottolineato come l'Italia sia l'unico emittente sovrano a rischio di perdere lo status di investment grade: lo spread rispetto al Bund è salito a 186bp. Performance positive per le obbligazioni societarie, grazie a una compressione degli spread più evidente sui segmenti a più basso merito di credito.

I mercati azionari hanno offerto ritorni generalmente positivi, sostenuti dal tono costruttivo della stagione delle trimestrali e dal rientro della volatilità; non è emersa una leadership evidente in termini di stili e settori, mentre a livello geografico i paesi sviluppati hanno registrato le performance migliori, con il traino di Europa e Giappone; la Cina è stata appesantita dai dubbi sulla reale forza della ripresa e dall'inasprimento delle tensioni geopolitiche con gli Stati Uniti.

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

Gestore Eurizon

Lo scenario di riferimento si compone di crescita economica in rallentamento, ma ancora positiva, e inflazione in calo, ma tutt'ora ben sopra il livello obiettivo delle banche centrali. Fed e BCE completeranno l'azione di restrizione monetaria, ad un ritmo presumibilmente rallentato in considerazione delle tensioni che avevano riguardato il settore bancario. In tale contesto l'attenzione degli investitori si sta spostando dall'inflazione all'entità del rallentamento economico. L'impostazione del portafoglio combina un giudizio positivo sulla duration, favorita in una fase di rallentamento economico e rientro dell'inflazione, con posizionamenti neutrali sui mercati a spread e sulle azioni, che potrebbero ancora risultare volatili nel caso di frenata brusca dell'attività economica.

Gestore Anima

Dopo l'escalation dell'avversione al rischio registrata durante il mese di marzo, la volatilità è diminuita drasticamente, trasversalmente alle asset class; l'indice VIX ha chiuso il mese di aprile sui minimi da novembre 2021, nonostante la crisi di fiducia che ha colpito le banche regionali statunitensi abbia mietuto un'altra vittima e provocato il secondo crack bancario più importante dal 2008 (First Republic Bank ha visto polverizzarsi le proprie azioni dopo una trimestrale molto deludente ed è passata sotto il controllo delle autorità, che ne hanno decretato il fallimento cedendo gran parte delle attività a JPM). La reazione misurata degli investitori testimonia che le criticità emerse nel settore bancario sono ad oggi largamente percepite come idiosincriche, ovvero confinate a un gruppo ristretto di istituti di credito, con rischi limitati di ripercussioni sistemiche.

Manteniamo però la convinzione che le turbolenze registrate avranno un impatto importante sul quadro macro: come già sottolineato a più riprese, il calo della propensione al rischio e l'aumento del costo del capitale indurranno le banche a inasprire ulteriormente le condizioni per la concessione di prestiti, e la contrazione del credito che ne deriverà alimenterà un indebolimento dell'attività economica. Emblematiche le evidenze offerte dall'ultima indagine sul credito bancario effettuata dalla BCE, pubblicata il 2 maggio: non solo la stretta creditizia è proseguita al ritmo più sostenuto dai tempi della crisi del debito sovrano, ma l'aumento dei tassi ha provocato un crollo della domanda di credito (la richiesta di prestiti da parte delle imprese è scesa ai livelli più bassi dal 2008, mentre quella di mutui si è mantenuta in prossimità dei minimi storici).

Conferme importanti al nostro scenario centrale sono giunte anche dal flusso di dati macro. Negli Stati Uniti, in particolare, i segnali di rallentamento della crescita sono stati convalidati dal report sul PIL del primo trimestre (più debole del previsto), dall'indice ISM di fiducia delle imprese di servizi (rimbalzato in misura contenuta dopo il crollo di marzo) e dal raffreddamento della domanda di lavoro evidenziato dal sondaggio JOLTS (le posizioni aperte sono diminuite per il terzo mese consecutivo raggiungendo i minimi da

aprile 2021, mentre i licenziamenti si sono impennati). Con riferimento alla dinamica dell'inflazione, indicazioni di allentamento delle pressioni sui prezzi sono emerse tanto negli USA (l'indice headline è sceso al 5%, minimo da aprile 2021, e due delle componenti che finora erano rimaste più vischiose a livello core, i servizi legati al settore residenziale e i servizi core non connessi alle abitazioni, hanno perso slancio), quanto, in via più preliminare, in Area Euro (la variazione annua dell'indice core è risultata in calo per la prima volta da giugno 2022).

In questo contesto, la view sulle obbligazioni governative core si conferma costruttiva, 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. L'orientamento sui BTP è marginalmente più cauto: lo spread rispetto al Bund si è mantenuto su livelli piuttosto compressi, complici il supporto degli investitori retail e la disciplina del Governo sui temi fiscali, e il premio al rischio politico appare molto contenuto, specie considerando le crescenti preoccupazioni circa l'attuazione del PNRR. L'approccio al mondo del credito resta contraddistinto dalla selettività e da una spiccata preferenza per il comparto investment grade, che offre maggiori garanzie in un contesto di indebolimento ciclico.

Per quanto riguarda i mercati azionari, gli indici globali hanno recuperato rapidamente le perdite registrate all'indomani delle turbolenze bancarie e si sono riportati in prossimità dei massimi recenti, sostenuti dalle ricoperture degli investitori, dalle iniezioni di liquidità delle banche centrali e dalla resilienza dei fondamentali: la stagione di pubblicazione delle trimestrali relativa al primo trimestre è in pieno svolgimento, ma ad oggi la sorpresa positiva sugli utili per le società dell'S&P 500 si attesta al 6,5%, a fronte di una media dell'1,0% negli ultimi quattro trimestri. Il supporto offerto da questi fattori, tuttavia, è destinato a indebolirsi, la stagionalità nel mese di maggio diventa negativa e diversi indicatori tecnici suggeriscono che il rally sta diventando maturo (la correlazione fra singoli titoli è in calo e la dispersione in aumento): la nostra view resta prudente, con focus sulla creazione di Alfa. A livello regionale, reiteriamo la preferenza per i mercati emergenti rispetto a quelli sviluppati, grazie alle prospettive di crescita macro e micro più brillanti, all'inversione strategica del trend di apprezzamento del dollaro e alle valutazioni relative interessanti, specie dopo la correzione del mercato cinese. Il posizionamento settoriale resta caratterizzato da un sovrappeso sui comparti difensivi, in particolare telecomunicazioni, consumi di base e sanità.

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 corso del mese abbiamo aumentato il sovrappeso di duration che ora è pari a circa 0.3 anni.

La componente a spread ottenuta tramite l'acquisto di OICR è stata mantenuta. Il peso attualmente in portafoglio è pari a 3.9%.

La componente azionaria, mantenuta con un peso superiore rispetto al parametro di riferimento sin da inizio anno, al momento è in sovrappeso di circa l'1.6%. 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.

Il sovrappeso della componente azionario (1.6%) è stato mantenuto anche durante l'ultimo mese e a livello geografico il sovrappeso è equamente distribuito tra Europa e Nord America.

Gestore Anima

Nei primi mesi dell'anno il portafoglio è stato caratterizzato da una posizione sottopeso di duration data l'entità dei ribassi sui tassi ufficiali scontati a gennaio per fine 2023. Con la risalita dei rendimenti registrata per i dati di inflazione superiore alle attese e l'atteggiamento restrittivo della BCE la duration è stata portata da sottopeso a sovrappeso tra la seconda metà di febbraio e il mese di marzo sulla base di uno scenario che vede un rientro dell'inflazione e un rallentamento dell'economia europea nella seconda metà dell'anno. Il picco del ciclo restrittivo sui tassi è in vista nei prossimi tre/sei mesi anche nell'area Euro, ponendo le basi per una view positiva sull'obbligazionario. Per questo viene mantenuto un sovrappeso di duration concentrato sulle scadenze tra 3 e 5 anni. In termini di aree geografiche nell'ambito dei governativi la posizione sull'Italia è stata portata da sottopeso a neutrale a fine marzo in funzione dell'approccio costruttivo sui tassi dell'area Euro più che per una view specifica sullo spread btp-bund, e tenendo in considerazione il carry offerto dai btp rispetto ad altri emittenti governativi dell'area Euro. La discesa della volatilità sull'obbligazionario e la prospettiva di rendimenti stabili o in discesa rendono interessanti i carry trade e per questo viene mantenuta un'allocazione su corporate bond non previsti nel benchmark. Sull'azionario, implementato per il tramite dell'OICR Anima Azionario Paesi Sviluppati LTE, l'esposizione è stata portata da neutrale a moderatamente sottopeso nel mese di marzo in quanto la previsione di una recessione negli Stati Uniti nella seconda metà dell'anno e le dinamiche sfavorevoli per le banche regionali americane combinate con valutazioni relativamente elevate suggeriscono un approccio difensivo sui mercati azionari.

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

| comparto | data nav | rendimento ANNUALE Quota | rendimento ANNUALE Benchmark NETTO |
|----------|------------|--------------------------|------------------------------------|
| SCUDO | 31/01/2023 | 0.767% | 0.81% |
| SCUDO | 28/02/2023 | -0.046% | -0.09% |
| SCUDO | 31/03/2023 | 1.094% | 1.08% |

Fonte: Previnet



Via Po n. 22
00198 Roma