

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

Il mese di agosto ha confermato la prudenza degli investitori sui mercati, in attesa di una svolta più marcata del contesto macroeconomico. Le Banche Centrali nel forum di Jackson Hole hanno confermato il loro scenario di riferimento che vede l'economia in marginale rallentamento con l'inflazione in calo, ma a un ritmo che al momento non consente ancora un netto cambio di rotta alla politica monetaria restrittiva. Nei loro interventi al forum sia Powell che Lagarde hanno mantenuto, infatti, un'intonazione restrittiva, in linea con quella usata nelle riunioni di Fed e BCE tenutesi a fine luglio, ma senza dare indicazioni specifiche sulle decisioni di settembre. In termini macro il mese di agosto ha visto l'inflazione USA confermare il buon cambio di passo di giugno con un rialzo dello 0,2% sia nel dato totale sia in quello "core". In decelerazione il mercato del lavoro USA. Sale la disoccupazione che arriva a 3,8%, rallentano i salari, mentre i nuovi occupati si attestano poco sotto le duecentomila unità. Dati nel complesso coerenti con un quadro di soft landing e a favore di una Fed in pausa. Le tempistiche con cui verrà formalizzato il cambio di passo da parte della Banca Centrale americana restano il nodo principale per le decisioni degli investitori. In Europa l'inflazione di agosto resta ferma al 5,3% per via dell'aumento dei prezzi dell'energia. Più importante la discesa di quella "core" da 5,5% a 5,3%, che aumenta le aspettative di una pausa della BCE sui tassi. A generare qualche incertezza circa la tenuta dello scenario di soft landing a livello globale è ancora una volta la debolezza del mercato immobiliare cinese. Dopo "Evergrande" dello scorso anno ora "Country Garden", società attiva nel real estate cinese, ha evidenziato importanti problemi di liquidità e di redditività. Le autorità di Pechino dovranno affrontare questa criticità alla luce di una politica fiscale e monetaria che, ad oggi, non ha prodotto i risultati sperati in termini di crescita. La crisi del settore immobiliare cinese rappresenta un punto di incertezza per le prospettive di crescita cinesi. Le scelte delle Banche Centrali alla luce di un quadro macro in indebolimento restano il principale snodo di volatilità sui mercati.

Il mese di settembre ha finora confermato l'incertezza da parte degli investitori. Il mix tra dati macro USA ancora solidi e un prezzo del petrolio che si sta consolidando su livelli elevati, si è tradotto in prese di profitto sui mercati, sia nel comparto azionario che in quello dei rendimenti governativi.

Gestore Anima

Nel corso del mese di agosto, l'evoluzione del quadro macro e gli sviluppi sul fronte delle politiche monetarie hanno nuovamente determinato le dinamiche dei mercati finanziari. Ancora una volta, gli indicatori sull'attività economica hanno evidenziato velocità di crociera divergenti tra le aree geografiche. Gli Stati Uniti hanno continuato a dimostrare grande dinamismo e resilienza in particolare sul lato dei consumi, nonostante siano emersi i primi, timidi, segnali di raffreddamento (seppur migliore delle attese l'indice ISM manifatturiero è risultato in contrazione per il decimo mese consecutivo, e il report del mercato del lavoro ha evidenziato un leggero rialzo del tasso di disoccupazione) che sembrano confermare la possibilità di un soft-landing per l'economia statunitense. Sull'altra sponda dell'Atlantico si è invece assistito ad un progressivo indebolimento in quei settori e paesi che avevano sin qui trainato la ripresa: in particolare gli indici PMI di agosto confermano lo scenario recessivo per la Germania, con il crollo a sorpresa del settore dei servizi. Si è inoltre avuta conferma del consolidamento del processo di allentamento delle pressioni sui prezzi (al netto dell'accelerazione della componente energetica) sebbene il dato core abbia dimostrato nuovamente la sua vischiosità in entrambe le regioni. Infine si è avuta conferma della perdurante debolezza dell'economia cinese, a seguito delle deludenti indicazioni di bilancia commerciale e delle difficoltà del settore immobiliare.

Relativamente alle politiche monetarie, non sono emerse novità significative dal simposio di Jackson Hole. Il presidente della Fed Powell ha reiterato con forza il messaggio di un'inflazione ancora lontana dall'obiettivo della banca centrale, rimarcando un approccio guidato dai dati e non escludendo qualora necessari, ulteriori aggiustamenti al rialzo dei tassi ufficiali. Un approccio condiviso e ribadito anche dalla BCE, la cui retorica si è però ammorbidita sul finire del periodo di riferimento.

In questo contesto, in ambito obbligazionario si è registrato un deciso rialzo dei rendimenti dei titoli di stato statunitensi; il repricing ha coinvolto soprattutto le scadenze lunghe, mentre il tratto a breve è rimasto pressoché invariato, con conseguente irripidimento della curva. Le evidenze di un raffreddamento della crescita economica europea hanno invece alimentato un leggero calo dei rendimenti governativi in Area Euro, con il clima di prudenza che ha penalizzato i BTP: lo spread contro Bund ha chiuso il mese in allargamento di 4bp. Performance positive per le obbligazioni societarie, nonostante un marginale allargamento degli spread, più pronunciato per i comparti speculativi, mentre il debito emergente è stato oggetto di diffuse prese di profitto.

I mercati azionari hanno registrato una correzione, salvo poi recuperare parte delle perdite sul finire del mese, quando la trimestrale di Nvidia ha riacceso l'entusiasmo sul settore tecnologico, e la debolezza delle rilevazioni macroeconomiche ha alimentato la fiducia degli investitori in una possibile pausa di Fed e BCE ai meeting di settembre. I paesi emergenti hanno sotto-performato quelli sviluppati in misura ragguardevole, complice il crollo dei listini cinesi: le misure di stimolo approvate dalle autorità sono state giudicate insufficienti per arginare l'indebolimento ciclico in atto, mentre le rinnovate criticità nel settore immobiliare hanno gettato un'ombra sulle prospettive di miglioramento della fiducia dei consumatori.

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

Le ultime settimane sono state contraddistinte da un aumento della volatilità, trasversalmente alle asset class. Ad aprire le danze è stato l'inatteso declassamento del merito di credito degli Stati Uniti da parte di Fitch, il 1° agosto; l'insorgenza di preoccupazioni per la sostenibilità della politica fiscale americana e l'aumento dell'offerta netta di Treasury (acuite dall'annuncio di una cospicua revisione al rialzo delle necessità di finanziamento del Tesoro nel secondo semestre) ha intensificato le pressioni al rialzo sui tassi, specie sulle scadenze lunghe: i rendimenti decennali hanno ritestato i massimi degli ultimi dodici mesi (e massimi dal 2007) in area 4,35%, con il traino della componente reale. Sotto i riflettori anche gli sviluppi in Cina: l'istanza per la procedura di ristrutturazione del debito offshore depositata da Evergrande e la crisi di liquidità di Country Garden hanno riaperto i timori degli investitori per la crisi del settore immobiliare e in generale lo stato di salute dell'economia del gigante asiatico, complici le incessanti sorprese al ribasso nel flusso di dati; importanti le ricadute sui mercati finanziari, con l'indice Hang Seng in calo del 10% da fine luglio e lo yuan ai minimi da sedici anni contro dollaro. Le tensioni sono in parte rientrate nell'ultima decade di agosto, sulla scorta di una combinazione eterogenea di fattori: (1) le autorità cinesi hanno annunciato una nuova tornata di misure di stimolo per rivitalizzare l'economia e contrastare l'indebolimento dei listini azionari; (2) la trimestrale record di Nvidia ha rinnovato la fiducia sulle prospettive del settore tecnologico; (3) i segnali di ribilanciamento del mercato del lavoro statunitense hanno cementato le aspettative degli investitori circa una pausa della Fed al meeting di settembre e la prospettiva di un soft landing dell'economia.

In questo contesto, la view sulle obbligazioni governative core si conferma costruttiva, in coerenza con le nostre aspettative sull'evoluzione del quadro macro e in ottica di protezione rispetto allo sviluppo di scenari di coda. Le pressioni rialziste sui tassi registrate nelle ultime settimane hanno lasciato sul campo valutazioni interessanti nel medio termine, ma, in assenza di un contesto macro/fondamentale più supportivo, manteniamo un approccio tattico e posizioni non aggressive. L'orientamento è più costruttivo sui Bund che sui Treasury, viste le divergenze negli sviluppi sul fronte della crescita e le minori preoccupazioni sui temi fiscali, mentre il bias sui titoli di Stato italiani resta marginalmente più cauto: le indiscrezioni di stampa sull'impatto negativo dei bonus edilizi per il deficit potrebbero ridurre la compiacenza degli investitori sulle sfide che si profilano all'orizzonte (aumento dell'offerta netta; difficoltà di implementazione del PNRR; rischio di un'azione negativa da parte delle agenzie di rating, ancora modesto ma in aumento). L'approccio al mondo del credito rimane contraddistinto dalla selettività e dalla preferenza per il comparto investment grade rispetto agli high-yield.

L'orientamento sui mercati azionari si conferma prudente/neutrale: gli investitori sembrano aver pienamente apprezzato uno scenario di soft landing per l'economia statunitense e i rischi sono asimmetrici; in

aggiunta, la stagionalità negativa nel breve termine, le aspettative ottimistiche sulla politica monetaria e le pressioni sui tassi reali potrebbero mantenere il terreno fertile per le prese di profitto; tuttavia, manteniamo la convinzione che la direzionalità sarà limitata fino a quando non emergeranno segnali inequivocabili di un rallentamento più severo. A livello regionale, continuiamo a privilegiare i paesi emergenti rispetto a quelli sviluppati, e, fra questi ultimi, il Giappone rispetto a Stati Uniti ed Europa. Sul fronte settoriale, permane la preferenza per i comparti difesivisi; l'operatività recente è stata caratterizzata da parziali prese di profitto sulle banche europee e da un aumento dell'esposizione al settore energetico.

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 31 agosto scorso il portafoglio ha avuto una performance da inizio anno dell'1,74% rispetto all'1,63% del benchmark.

Le leve di performance prevalenti sono state l'allocazione azionaria, rimasta in sovrappeso da inizio anno, e la selezione dei titoli azionari, principalmente nei settori Health Care ed Information Technology americane.

Negli ultimi mesi, le operazioni principali effettuate sono state la riduzione della componente azionaria a fine luglio, dove il sovrappeso è stato portato a 1.5% da 3%, e un marginale incremento della duration attraverso l'investimento nel tratto di curva 3-5 anni Euro.

Gestore Anima

La view sull'obbligazionario è strategicamente costruttiva essendo in vista un picco nel ciclo restrittivo dei tassi e sulla base di rendimenti su massimi pluriennali. Nonostante primi tentativi segnali di un picco nell'inflazione core nell'area Euro la resilienza di alcune componenti di tale indicatore porterà la BCE a mantenere tassi elevati per un periodo di tempo più lungo rispetto alle attese del mercato. Pertanto, in considerazione dell'inclinazione negativa della curva tra le scadenze brevi e intermedie, preferiamo per il momento mantenere la duration di portafoglio neutrale e cogliere il carry positivo offerto dalle scadenze comprese tra 0 e 1 anno. La componente corporate bond pesa circa il 15% del portafoglio ed è caratterizzata da una prevalenza di emittenti bancari dato lo spread interessante rispetto agli emittenti industriali. Nell'ambito dei corporate bond le scadenze a breve termine continuano a essere interessanti in un'ottica di carry, ma il restringimento degli spread da inizio anno suggerisce l'opportunità di ridurre di una certa misura il peso di tale componente in modo graduale attraverso le scadenze naturali dei titoli in portafoglio. Sulla componente azionaria, implementata per il tramite dell'investimento nell'OICR Anima Azionario Paesi Sviluppati LTE, nel mese di luglio l'esposizione è stata portata da moderatamente sottopeso rispetto al benchmark a neutrale; la resilienza dell'economia americana nel secondo e terzo trimestre porta a rivedere al rialzo le stime di crescita, allontanando i timori di recessione negli Usa e quindi facendo venire meno i presupposti di una posizione sottopeso sull'asset class. Sul fronte valutario l'esposizione sovrappeso sul

dollaro è stata portata in un intorno della neutralità in un'ottica di presa di profitto dopo il recente apprezzamento della divisa statunitense contro l'euro.

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

comparto	data nav	rendimento ANNUALE Quota	rendimento ANNUALE Benchmark NETTO
SCUDO	31/07/2023	1,632%	1,59%
SCUDO	31/08/2023	1,881%	1,86%
SCUDO	29/09/2022	1,101%	1,17%

Fonte: Previnet