

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

Il momentum della crescita globale sta rallentando dopo una robusta accelerazione nella prima parte dell'anno. La debolezza si concentra nel settore dei beni commerciali, mentre in quello dei servizi l'attività resta più florida, soprattutto negli USA, in quanto i mercati del lavoro continuano a superare le attese. Prevediamo che il PIL globale rallenti nella seconda parte dell'anno. Negli Stati Uniti, i recenti dati macro suggeriscono che le pressioni inflazionistiche si stanno allentando nonostante un'inflazione core ancora elevata, salita allo 0,3% dallo 0,2% di luglio. Per quanto riguarda l'area Euro, ad agosto l'inflazione headline è rimasta piatta al 5,3% YoY, al di sopra delle aspettative di consenso che stimavano un calo al 5,1%. La differenza rispetto alle stime è stata determinata dal rallentamento della deflazione dei prezzi dell'energia, che sono scesi del 3,3% rispetto al calo del 6,1% di luglio, a causa dei recenti aumenti dei prezzi del petrolio e ad altri fattori quali l'aumento dei prezzi regolamentati dell'elettricità in Francia. Rimane, tuttavia, il costante aumento del prezzo del petrolio nelle ultime settimane potrebbe portare ad un aumento dell'inflazione headline e, di conseguenza, a rallentare i progressi compiuti negli ultimi mesi nel ridurre le aspettative di inflazione.

Gestore Pictet AM

Il periodo estivo ha offerto dinamiche di mercato volatili soprattutto sul fronte obbligazionario americano. Difficile individuare una chiara indicazione che giustifichi quanto accaduto, si tratta piuttosto di una combinazione di fattori che, nell'insieme, hanno contribuito alla violenta correzione estiva dei mercati del reddito fisso con un effetto contagio, seppur ragionevolmente contenuto, sui mercati azionari. Tali fattori, in ordine d'importanza, possono essere riassunti in questi termini:

- L'annuncio, da parte del Tesoro americano, di un sostanziale incremento di emissioni nette di titoli di stato per finanziare la forte crescita del disavanzo di bilancio di qui in avanti.
- Il timore della possibile revisione al rialzo di R*, ovvero del tasso d'interesse – aggiustato per l'inflazione – coerente con un'economia in piena occupazione e inflazione stabile e oggi indicato dalla FED allo 0.5%.
- La decisione della Banca Centrale Giapponese di modificare i parametri di controllo della curva dei rendimenti permettendo escursioni del benchmark decennale oltre la soglia dei 50 punti base, fissandola ora al livello di 1%. Tale aggiustamento incentiva gli investitori giapponesi a ripatriare gli investimenti in Treasuries americani i cui rendimenti – una volta considerata la copertura valutaria – sono ora sensibilmente inferiore a quelli dei titoli governativi Giapponesi.

Al margine, infine, il declassamento da parte dell'agenzia di rating Fitch del merito di credito del debito pubblico americano.

Accantonato, in occasione del consesso dei banchieri centrali di fine agosto a Jackson Hole, il timore del ripensamento da parte della FED di R*, resta il tema delle crescenti emissioni di titoli di stato negli Stati Uniti: si restringe la platea di compratori rispetto al recente passato con decrescenti acquisti da parte investitori esteri – Cina, Europa e, soprattutto Giappone, come discusso – in aggiunta ad acquisti ridotti da parte delle banche e delle assicurazioni americane. La Federal Reserve, infine, è ora venditrice netta di Treasuries nel contesto del Quantitative Tightening in atto. Il tema della supply, per quanto possibilmente impattante nel periodo estivo, anche funzione di scarsa liquidità e assenza di molti operatori, non riteniamo possa rappresentare la variabile chiave nel determinare la direzione dei mercati obbligazionari.

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

Gestore Credit Suisse

La crescita negli USA e nell'Eurozona probabilmente si indebolirà, ma i floridi bilanci relativi ai beni al consumo e delle società continuano a fungere da cuscinetto contro una brusca contrazione. La crescita cinese resterà presumibilmente concentrata sui servizi interni, mentre una certa debolezza sarà riscontrabile altrove, quindi, il trasferimento al resto del mondo sarà limitato. Il settore industriale globale è in fase di decelerazione. Per il resto dell'anno prevediamo tassi di crescita inferiori ai livelli tendenziali. Lato banche centrali, riteniamo che, dopo il rialzo di 25 punti base da parte della BCE nella riunione del 14 settembre, siamo ormai giunti alla fine del ciclo di rialzi. Un'ulteriore conferma è data dalle dichiarazioni di Christine Lagarde, che sostiene che "i tassi d'interesse di riferimento della BCE hanno raggiunto livelli che, se mantenuti per una durata sufficientemente lunga, contribuiranno in modo sostanziale al tempestivo ritorno dell'inflazione target". Prevediamo invece che la Federal Reserve possa mantenere i tassi costanti nella riunione di settembre per valutare i prossimi dati su inflazione e mercato del lavoro, e valutare di conseguenza se effettuare o meno un ulteriore rialzo nel meeting di novembre.

Gestore Pictet AM

Saranno nuovamente le dinamiche macroeconomiche e le conseguenti decisioni delle Banche Centrali a guidare i trend obbligazionari e azionari di qui in avanti.

Su questo fronte, riteniamo che il ciclo dei rialzi delle banche centrali sia alle battute finali. Sul fronte americano, il rientro dell'inflazione procede in modo lineare, il dato di agosto sull'occupazione conferma che il ribilanciamento del mercato del lavoro è ad uno stadio ormai avanzato e i dati recenti non sorprendono più al rialzo: il Citi Economic Surprise Index – che misura le sorprese dei dati rispetto alle attese – corregge da qualche settimana in maniera convincente. Queste dinamiche, combinate con l'impatto dell'aggressivo ciclo dei rialzi della FED ci fa propendere per uno scenario di rallentamento nei mesi a venire e una buona probabilità che, salvo sorprese inattese sul fronte inflazione, la Federal Reserve abbia ultimato il proprio ciclo di rialzo dei tassi. In questo contesto è lecito aspettarsi un recupero dei corsi obbligazionari americani, in termini assoluti e relativi, in particolare sulla parte lunga della curva dei rendimenti, particolarmente penalizzata nella fase recente dalla combinazione dei fattori sopra indicati.

Sul fronte Europeo il deterioramento della quadro macro viene confermato nel mese di agosto. Alla debolezza del settore manifatturiero si aggiunge, ora, la decelerazione del settore dei servizi con gli indicatori avanzati che passano dal 50,9 di luglio al 48,3 di agosto, al di sotto quindi la soglia dei 50 punti, lo spartiacque fra crescita e contrazione. Ciò nonostante, alla luce dei dati sull'inflazione del mese di agosto superiori alle attese, non escludiamo un ultimo rialzo – in buona parte peraltro già prezzato dai mercati – in occasione di una delle 2 prossime riunioni della BCE.

Infine la Cina, che resta al momento un investimento più tattico che strategico in assenza di interventi risolutivi da parte del governo centrale per risolvere la crisi del settore immobiliare.

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

Gestore Credit Suisse

Data la prospettiva di un rallentamento economico nei prossimi mesi e un atteggiamento restrittivo da parte delle banche centrali, manteniamo un atteggiamento cauto sulle azioni. Il comitato di investimento ha preferito mantenere un posizionamento neutrale sul comparto, con una leggera preferenza dell'area Emerging Market. Lato obbligazionario abbiamo mantenuto la duration complessiva del portafoglio invariata e relativamente corta, in un contesto di tassi persistentemente elevati. Se infatti la BCE con l'ultimo rialzo dovrebbe essere arrivata a fine ciclo, dall'altro la prospettiva di tagli lontani nel tempo e un premio a termine negativo su scadenze a medio lungo termine, fanno propendere verso un atteggiamento ancora cauto sul totale fattore duration corto rispetto a benchmark.

Gestore Pictet AM

La strategia da inizio anno (dati al 31/8/23) ottiene ritorni positivi pari a 750bps. Dal punto di vista delle azioni di portafoglio manteniamo un profilo di rischio inferiore rispetto al benchmark anche in considerazione della contribuzione negativa proveniente dalla area emergente asiatica. Continuiamo a tenere una posizione aperta sul cambio (lungo Yen) mentre una modesta esposizione in dollari USA permette di ribilanciare il rischio complessivo di portafoglio. La strategia ha incrementato la quota di liquidità pari ora a circa 16 punti percentuali, impiegata su prodotti Money Market.

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

comparto	data nav	rendimento ANNUALE Quota	rendimento ANNUALE Benchmark NETTO
ESPANSIONE	31/07/2023	7,057%	9,86%
ESPANSIONE	31/08/2023	6,126%	8,99%
ESPANSIONE	29/09/2022	3,975%	6,90%

Fonte: Previnet