

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 in calo negli USA e in Eurozona nelle componenti core, mentre il rincaro del petrolio sta frenando la discesa dell'inflazione totale. L'impatto delle tensioni in Medio Oriente è stato finora modesto, ma il tema va monitorato con attenzione per le conseguenze sui prezzi delle materie prime energetiche. I dati macro hanno mostrato un rallentamento dell'economia in Eurozona, dove la mancata accelerazione della Cina pesa sugli scambi internazionali e un'inflazione ancora elevata frena i consumi. Nessun rallentamento invece negli USA, dove la crescita è sostenuta dal mercato del lavoro e dalla ricostituzione di potere d'acquisto per i consumatori dopo la discesa dell'inflazione della prima metà dell'anno. Con i tassi di interesse a breve termine ormai sopra l'inflazione, sia la Fed sia la BCE hanno sospeso l'azione restrittiva, senza tuttavia dichiararne ufficialmente la fine. I future di mercato monetario scontano tassi fermi fino a metà 2024 e poi in calo, ma meno di quanto ipotizzato fino a poche settimane fa. L'idea di tassi alti per lungo tempo è un segno di fiducia sulla tenuta del ciclo economico, ma comporta l'effetto collaterale di fare salire i tassi a lunga scadenza, che scontavano ipotesi di ribassi dei tassi ora in larga parte rientrate.

Gestore Anima

Il mese di ottobre è stato contraddistinto da un significativo aumento del rischio geopolitico con lo scoppio del conflitto israelo-palestinese: i timori di un allargamento delle ostilità ad altri attori hanno indotto gli investitori a mantenere un approccio generalmente cauto e aumentare selettivamente l'esposizione ai beni rifugio (i metalli preziosi sono stati l'asset class privilegiata, stante la minor sensibilità ai trend macro e di politica monetaria). Parallelamente, il flusso di dati ha continuato a certificare le profonde divergenze in atto fra le dinamiche macro lungo le due sponde dell'Atlantico: negli Stati Uniti le sorprese al rialzo hanno continuato ad accumularsi (nel mese di ottobre, il numero di nuovi posti di lavoro creati si è attestato sui livelli più alti da gennaio, mentre l'inflazione core ha registrato la variazione mensile più elevata da maggio), mentre in Area Euro il PIL relativo al terzo trimestre si è inaspettatamente contratto, e l'inflazione complessiva è scesa ai minimi degli ultimi due anni, a quota 2,9%.

In questo contesto, i titoli di Stato hanno registrato dinamiche divergenti: i rendimenti dei Treasury statunitensi a medio-lungo termine hanno subito significative pressioni al rialzo (il decennale si è addirittura temporaneamente spinto sopra quota 5%), mentre i tassi governativi europei sono scesi, in particolare sulle

scadenze brevi, con conseguente irripidimento delle curve su entrambe le sponde dell'Atlantico. La conferma del rating da parte di S&P e DBRS e la mancata discussione di un'eventuale interruzione anticipata dei reinvestimenti del PEPP da parte della BCE hanno alimentato una pur modesta sovra-performance dei BTP rispetto ai governativi core. Le obbligazioni societarie hanno registrato un deciso allargamento degli spread, più evidente sul comparto speculativo; tuttavia, il calo dei rendimenti governativi ha consentito ai titoli IG in euro di archiviare il mese con una performance positiva.

La correzione in atto sui mercati azionari si è estesa: i rischi geopolitici, l'impennata dei tassi USA, i timori di rallentamento della crescita statunitense dopo il boom del terzo trimestre e alcune trimestrali miste hanno depresso il sentiment degli investitori; l'indice S&P 500 ha perso terreno per il terzo mese consecutivo, per la prima volta dall'esplosione della pandemia. La perdurante debolezza dei dati cinesi e l'aumento dell'avversione al rischio hanno alimentato una sotto-performance dei paesi emergenti rispetto a quelli sviluppati, mentre, fra questi ultimi, gli Stati Uniti hanno offerto ritorni superiori rispetto ad Area Euro e Giappone. Particolarmente penalizzati i settori ciclici e, tra i difensivi, i titoli del comparto farmaceutico, in virtù di temi idiosincratici.

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

Gestore Eurizon

Lo scenario di riferimento combina inflazione in calo, ma sopra l'obiettivo di Fed e BCE, ad attività economica in rallentamento in Eurozona, ma non negli USA. Le Banche Centrali hanno sospeso il rialzo dei tassi e sono orientate a mantenere i tassi in territorio restrittivo, in attesa di un ulteriore calo dell'inflazione. Le tensioni geopolitiche in Medio Oriente sono motivo di attenzione, ma finora hanno avuto un impatto di mercato modesto. Si conferma il giudizio positivo sui governativi di USA e Germania, e sulle obbligazioni a spread. La correzione in atto sui mercati azionari può considerarsi salutare, perché fa rientrare gli eccessi di tipo tecnico che si erano accumulati.

Gestore Anima

Nelle ultime settimane, il contesto di riferimento per i mercati finanziari è stato eccezionalmente complesso.

Sul fronte del quadro macro, sono emerse ulteriori conferme di divergenza fra gli sviluppi in atto nelle varie aree geografiche. Emblematici i dati sul PIL del terzo trimestre, che hanno fotografato una lieve contrazione dell'attività economica in Area Euro, un'espansione a un tasso annualizzato del 4.9% negli USA, e un rallentamento meno pronunciato delle attese in Cina (con le speranze di ripresa, però, prontamente naufragate sullo scoglio dei dati sulla fiducia delle imprese di ottobre).

Evidenze contrastanti stanno arrivando anche dalla stagione di pubblicazione delle trimestrali, ancora in corso. Considerando il campione di società che ha riportato i risultati al 30 ottobre (circa il 50% del totale), negli Stati Uniti la percentuale di aziende che ha conseguito utili migliori del previsto (78%) è stata complessivamente in linea con le medie storiche, ma le sorprese positive sulle vendite sono crollate ai livelli più bassi dal 2016; le delusioni si accentuano in Europa, dove la quota di società che ha battuto le stime sugli utili è inferiore rispetto ai primi trimestri del 2023 e la crescita del fatturato si sta rivelando eccezionalmente debole, con una sorpresa negativa del 2%. Una certa cautela emerge anche dalle indicazioni per il futuro: la

quota di società USA che ha rivisto al rialzo le guidance sugli utili dei prossimi dodici mesi si attesta al livello più basso dal 2020.

Ad aggiungere un ulteriore livello di incertezza è stata l'escalation delle tensioni geopolitiche, con lo scoppio della guerra fra Israele e Hamas. Il focus degli investitori è puntato soprattutto sui rischi di allargamento del conflitto all'Iran: eventuali danni alla capacità produttiva o blocchi allo Stretto di Hormuz provocherebbero pressioni al rialzo importanti sulle quotazioni del petrolio e un deterioramento del mix inflazione/crescita, complicando ulteriormente la battaglia delle banche centrali per il ripristino della stabilità dei prezzi. Per il momento, le attività militari che Israele sta conducendo nella Striscia di Gaza e la pressione della comunità internazionale hanno ridimensionato le probabilità assegnate agli scenari più avversi, e il prezzo del petrolio è tornato sui livelli precedenti l'attacco di Hamas, ma ovviamente la situazione è fluida e in continua evoluzione.

In questo contesto, la fase di debolezza che i mercati azionari stavano attraversando da fine luglio si è estesa, complice la persistenza delle pressioni al rialzo sui tassi: i principali indici azionari hanno ceduto in media fra l'8 e il 10%, raggiungendo in alcuni casi livelli tecnici di supporto importanti e condizioni di ipervenduto. La possibilità che si sviluppi il tradizionale rally di fine anno sembra concreta, in un contesto di stagionalità favorevole, perdurante solidità del quadro macro/fondamentale negli USA e potenziale esaurimento della fase più impulsiva del movimento sui tassi. Pertanto, la nostra view sull'asset class azionaria, da tempo prudente/neutrale, diventa neutrale. Permane il focus sulla creazione di alpha, in un contesto di elevata dispersione fra le performance di stili/settori/aree geografiche, e crescente rilevanza dei temi idiosincratici; i portafogli europei presentano un Beta relativamente basso con preferenza per comparti defensive growth, mentre sui fondi globali si privilegia il fattore quality trasversalmente ai settori.

Per quanto riguarda i mercati obbligazionari, le pressioni al rialzo sui rendimenti dei Treasury a medio-lungo termine si sono intensificate, complice il repricing del term premium: i tassi a dieci anni hanno raggiunto quota 5%, e le ripercussioni si sono avvertite su scala globale. Il nostro orientamento sui governativi core si conferma costruttivo, ma continuiamo a privilegiare i Bund rispetto ai Treasury (per le divergenze negli sviluppi macro e di politica monetaria e le minori preoccupazioni sui temi fiscali) e le scadenze brevi rispetto a quelle lunghe (per lo stadio di avanzamento del ciclo restrittivo e il miglior rapporto rischio/rendimento). La view sui titoli di Stato italiani rimane neutrale: i fondamentali sul fronte di crescita e finanze pubbliche sono peggiorati, ma il carry è elevato e non si intravedono quelle istanze antieuropeiste che nel 2011 e 2018 alimentarono fasi di volatilità più severe. L'approccio al mondo del credito resta contraddistinto dalla selettività e dalla preferenza per il comparto investment grade.

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

Gestore Eurizon

Dall'inizio dell'anno, il portafoglio del Comparto Scudo ha registrato una performance di +1.86% rispetto al +1.79% del benchmark, realizzando un excess return di 0.07%.

I contributi positivi all'excess return derivano principalmente dall'allocazione azionaria e dallo stock picking, in particolare dai titoli appartenenti al settore IT e health care americano.

Altro contributo positivo deriva dalla componente a spread e dalla selezione dei titoli obbligazionari governativi, in particolare dall'allocazione geografica nell'area intra-euro.

Attualmente la posizione del portafoglio vede un lungo duration di circa 0.25y, concentrato sul tratto 3-5 anni della curva Euro e un sovrappeso azionario di circa 2.3%, di cui 1.75% su azionario USA e il resto su Giappone e Europa.

Nelle ultime settimane le variazioni principali sul portafoglio hanno riguardato l'aumento del sovrappeso della componente azionaria, un leggero aumento della duration di portafoglio e una riduzione del sovrappeso dei titoli di stato italiani a vantaggio dell'area Euro Core.

Gestore Anima

La view sull'obbligazionario è strategicamente costruttiva avendo raggiunto le banche centrali il 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 legate ai servizi 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 e dell'entità dei ribassi dei tassi già scontati dal mercato preferiamo per il momento mantenere la duration di portafoglio neutrale e cogliere il carry positivo offerto dalle scadenze comprese tra 0 e 1 anno, sottopesando invece le scadenze tra 1 e 3 anni e usando il settore 3-5 anni per bilanciare la duration di portafoglio, posizionandola neutrale. 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, l'esposizione viene mantenuta neutrale rispetto al benchmark; la resilienza dell'economia americana e la percezione che i tassi ufficiali su entrambe le sponde dell'Atlantico abbiano raggiunto il picco possono avere un effetto positivo sui prezzi delle attività rischiose nel breve periodo.

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

comparto	data nav	rendimento ANNUALE Quota	rendimento ANNUALE Benchmark
SCUDO	31/08/2023	1,881%	1,37%
SCUDO	29/09/2023	1,101%	0,57%
SCUDO	31/10/2023	1,533%	1,06%

Fonte: Previnet

N.B.: I valori di benchmark sono da intendersi al lordo dell'imposizione fiscale. I valori netti saranno disponibili solo a fine 2023