

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 americana sopra le attese per tre mesi di fila. Non si tratta di una vera e propria ripresa della fiammata inflazionistica, ma di una stabilizzazione ad un livello superiore all'obiettivo della Fed.

L'inflazione è sostenuta da una attività economica molto solida e questa combinazione sta posticipando il taglio dei tassi Fed. Diverso il caso per la BCE, che dovrebbe abbassare i tassi a giugno, in un contesto di inflazione più bassa e attività economica contenuta (ma in allontanamento dal rischio recessione).

Nel dettaglio, le attese di mercato monetario vedono il taglio dei tassi Fed posticipato a settembre e posizionano il punto di arrivo al 4% (dal 5,5% attuale) a fine 2025. Per i tassi BCE il movimento prezzato è dal 4% al 2,5% tra giugno 2024 e fine 2025.

Modesto l'impatto di mercato degli altri temi. Le tensioni in Medioriente hanno creato volatilità, ora rientrata, sul prezzo del petrolio; le elezioni USA non sono ancora nel radar degli investitori; la Cina prosegue su un sentiero di crescita stabile/non inflazionistica e non è motivo di particolare attenzione.

Gestore Anima

Aprile è stato un mese complesso per i mercati finanziari, a dispetto della stagionalità tradizionalmente favorevole: negli ultimi trent'anni, il quarto mese dell'anno è stato quello che ha offerto in media i ritorni più generosi sui mercati azionari. Al centro delle preoccupazioni degli investitori la persistenza delle pressioni inflazionistiche negli Stati Uniti, con la terza sorpresa al rialzo consecutiva nel report sui prezzi al consumo, dati più forti del previsto nelle sottocomponenti delle indagini di fiducia delle imprese relative ai prezzi, e una lettura più alta delle attese sul costo del lavoro: l'indice Citigroup delle sorprese nei dati di inflazione ha raggiunto i livelli più alti da dicembre 2022. Ne è derivato un drastico ridimensionamento delle aspettative sui tagli che saranno effettuati dalla Fed, complici le dichiarazioni aggressive di diversi esponenti del Consiglio e l'esplicito riconoscimento da parte del Presidente Powell che il flusso di dati più recente non ha rafforzato la fiducia nella sostenibilità del processo disinflazionistico: la probabilità di un intervento a giugno è scesa nell'arco del mese dal 57% all'8%, e l'allentamento complessivo atteso entro fine anno è passato da 67 a 28 punti base. L'escalation delle tensioni geopolitiche e il temporaneo rialzo delle quotazioni del petrolio hanno amplificato volatilità e movimenti, e gran parte delle attività finanziarie ha chiuso il mese in perdita: l'indice

azionario globale MSCI AC World ha perso terreno dopo cinque mesi consecutivi di rialzi, mentre l'indice delle obbligazioni governative globali ICE BofA Global Govt ha archiviato il maggior calo da settembre.

Più in dettaglio, i mercati azionari dei paesi sviluppati hanno registrato la prima vera correzione dall'inizio del rally, a ottobre 2023, con i listini statunitensi nettamente più penalizzati rispetto a Europa e Giappone, e flessioni particolarmente profonde per le small cap; i paesi emergenti si sono mossi in controtendenza, con il traino della Cina: il gigante asiatico ha tratto vantaggio dai segnali pur parziali di stabilizzazione dell'attività economica e dalle misure a sostegno dei mercati approvate dalle autorità. Sul piano settoriale, gli investitori hanno premiato soprattutto i comparti difensivi (utilities e consumi di base) e l'energia, mentre la tecnologia e i consumi discrezionali sono stati colpiti da prese di profitto.

I mercati obbligazionari hanno registrato performance negative. I rendimenti governativi sono saliti in misura più pronunciata sulle scadenze lunghe rispetto a quelle brevi, con il traino dei tassi reali, e le curve si sono irripidite su entrambe le sponde dell'Atlantico. I Treasury statunitensi hanno sottoperformato i titoli di Stato europei, sulla scorta del flusso di dati e notizie su quadro macro e politiche monetarie, con i BTP in evidenza positiva: lo spread BTP-Bund ha chiuso il mese in calo di 5bp, a quota 133 punti base. Perdite più contenute anche per le obbligazioni societarie, grazie alla minor esposizione al rischio tasso e a una pur limitata compressione dei premi al rischio.

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

Gestore Eurizon

Lo scenario di riferimento combina crescita stabile negli USA e graduale riaccelerazione in Eurozona. L'inflazione risulta in assestamento vicino all'obiettivo della Banca Centrale in Eurozona, ma sopra l'obiettivo in USA. Modesto l'impatto dei temi geopolitici. Si conferma uno scenario di riferimento di medio termine favorevole per i mercati finanziari, ma si riduce temporaneamente la direzionalità del posizionamento in attesa di valutare l'evoluzione delle attese di politica monetaria.

Gestore Anima

Il rally dei listini azionari, iniziato a ottobre dell'anno scorso grazie alla crescente fiducia degli investitori in un allentamento della stretta monetaria da parte della Fed e in un rallentamento misurato dell'economia statunitense, è proseguito inarrestabile nei primi mesi dell'anno, nonostante il ridimensionamento delle attese di tagli, con il traino di un flusso di dati molto costruttivo sulla crescita. Il trend di robusto apprezzamento degli indici, però, si è interrotto nel mese di aprile: a pesare sono stati in via prevalente l'escalation delle tensioni geopolitiche e la vischiosità delle pressioni sui prezzi, che ha provocato un inasprimento della retorica della Fed e un marcato rialzo dei rendimenti governativi (il livello dei tassi ufficiali atteso a fine 2024 è salito di 120 punti base da inizio anno); durata e portata della correzione sono state recentemente contenute dalle conferme di solidità dei fondamentali in arrivo dalla stagione delle trimestrali: alla chiusura del 26 aprile, con circa metà delle società dell'S&P 500 che avevano pubblicato i risultati, la crescita degli utili su base annua risultava superiore rispetto alle stime di consenso di 8,4 punti percentuali, il gap maggiore degli ultimi tre anni.

In questo contesto, la view tattica sui mercati azionari rimane neutrale. Da una parte, le fasi in cui la Federal Reserve mantiene i tassi fermi (plateau) sono storicamente favorevoli per i mercati azionari e le previsioni degli analisti sulla crescita degli utili continuano ad essere riviste al rialzo. Dall'altra parte, però, i livelli molto

elevati di concentrazione, posizionamento e consenso intorno a una narrativa dominante eccezionalmente costruttiva e in fase di indebolimento rappresentano un elemento di vulnerabilità; la stagionalità è in deterioramento, e il focus sulle elezioni è destinato ad aumentare, con annesso premio al rischio per l'incertezza. Le prospettive a breve termine sono diventate meno nitide, anche se il bias strategico resta costruttivo, e un'allocazione più bilanciata e diversificata appare opportuna. In un contesto di crescente rilevanza dei driver micro rispetto a quelli macro, correlazioni fra singoli titoli in calo e dispersione in aumento, il focus sulla scelta di temi, settori e titoli è molto elevato; al momento, stiamo aumentando selettivamente l'esposizione ai comparti difensivi, e compriamo titoli di qualità sulla debolezza.

Con riferimento ai mercati obbligazionari, la view su Treasury, Bund e BTP si conferma neutrale/ positiva. Le pressioni al rialzo sui tassi registrate nelle ultime settimane hanno lasciato sul campo valutazioni più appetibili e abbiamo incrementato il sovrappeso di duration, pur senza abbandonare l'approccio cauto e graduale giustificato dai rischi di overshooting. Riteniamo infatti che i rischi siano asimmetrici: se il flusso di dati si rivelasse coerente con le nostre attese di moderazione della crescita e allentamento delle pressioni sui prezzi, i tassi potrebbero scendere anche rapidamente; in caso contrario, i margini di ulteriore risalita paiono limitati, con il repricing delle aspettative sulle politiche monetarie largamente completato, e il carry elevato offre protezione. Lo spread fra BTP e tassi swap è rientrato nel range disegnato nell'era Meloni e ci attendiamo un consolidamento nel breve termine, stante l'equilibrio fra fattori di supporto ed elementi di vulnerabilità. L'approccio al mondo del credito resta contraddistinto dalla selettività e dalla preferenza per il comparto investment grade rispetto agli high yield.

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

Gestore Eurizon

In linea di massima, tenuto conto delle differenze di benchmark, questo mandato ha visto implementate strategie simili al mandato Progressione.

L'excess return inferiore è da ascrivere al minor peso della componente equity nel benchmark che è stata il maggior contributore di performance, sia come scelte asset allocation che di stock picking.

Gestore Anima

La view sull'obbligazionario è costruttiva poiché i tassi hanno raggiunto un picco su entrambe le sponde dell'Atlantico e le banche centrali potranno ridurre i tassi ufficiali nel corso dell'anno in seguito al rientro dell'inflazione su livelli più vicini ai target di politica monetaria. Abbiamo mantenuto un orientamento cauto sulla duration a inizio anno data l'entità eccessiva dei ribassi dei tassi scontata dal mercato; tra febbraio e marzo data una riduzione delle attese di ribasso dei tassi abbiamo gradualmente accumulato duration, portando sovrappeso l'esposizione al rischio di tasso del portafoglio. Il posizionamento di curva riflette la conformazione della curva dei rendimenti dell'area Euro, che vede sui paesi core curve ancora invertite; il carry positivo offerto dalle scadenze comprese tra 0 e 1 anno rimane interessante per cui tale segmento è sovrappeso, mentre vengono sottopesate le scadenze tra 1 e 5 anni in corrispondenza delle quali i rendimenti sono più bassi e raggiungono i livelli minimi sulla curva. Nel quadro del processo di allungamento di duration

sono state inserite in portafoglio posizioni su titoli decennali in particolare sui paesi periferici, specialmente sulla Spagna e in misura minore sull'Italia, che presentano curve inclinate positivamente e quindi rendimenti sulle scadenze lunghe più premianti rispetto a quelli sulle scadenze più brevi. In un contesto di rendimenti in movimento laterale o in discesa il carry diventa una variabile importante della performance ed è anche per questo che abbiamo privilegiato i bond dei paesi periferici. La componente corporate bond pesa circa il 14% del portafoglio ed è caratterizzata da una prevalenza di emittenti bancari dato che ritenevamo 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 è tatticamente sovrappeso rispetto al benchmark; uno scenario macroeconomico di crescita positiva, la stagione degli utili che ha sorpreso positivamente rispetto alle attese e il processo di riduzione delle attese di ribasso dei tassi quasi completato sono i fattori che motivano tale posizione. Inoltre storicamente nelle fasi di plateau dei tassi di interesse l'azionario in media performa positivamente.

Sezione 4: la performance del portafoglio e del benchmark (al 29 marzo 2024)

comparto	data nav	rendimento MENSILE Quota	rendimento MENSILE NETTO Benchmark
SCUDO	31/01/2024	0,06%	0,04%
SCUDO	29/02/2024	-0,41%	-0,52%
SCUDO	29/03/2024	0,59%	0,53%

Fonte: Previnet