

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

Sviluppi positivi per lo scenario macro nell'ultimo mese.

L'inflazione USA è risultata inferiore alle attese, interrompendo la risalita mostrata nei primi mesi dell'anno. I dati macro americani hanno continuato a mostrare una economia in crescita stabile, ma non più in accelerazione, e anche questo ha raffreddato i timori di surriscaldamento inflazionistico.

In Eurozona, con una inflazione ormai stabilizzata vicino all'obiettivo del 2%, si sono avute conferme del graduale miglioramento dell'attività economica che si sta allontanando dallo stato di stagnazione con cui aveva terminato il 2023.

In tale contesto, la BCE ha abbassato i tassi di interesse. Le attese di consenso prezzano un nuovo taglio dei tassi in autunno e la prosecuzione dell'allentamento nel 2025 fino a portare i tassi in zona 2,5%.

Per la Fed i future sui tassi monetari continuano a prezzare un primo taglio in autunno, per iniziare un ciclo di ribassi che porti i Fed Funds dal 5,5% attuale al 4,0% a fine 2025.

Attenzione anche sui temi politici e, in particolare, sulle elezioni anticipate in Francia. Considerando episodi simili nel passato, lo scenario che appare più probabile prevede un picco dell'incertezza (e della volatilità) prima del voto e un rientro dopo, favorito solitamente da un atteggiamento della parte che vincerà più accomodante rispetto ai toni usati in campagna elettorale.

Gestore Anima

Nel corso del mese di giugno le tematiche di natura politica hanno assunto un ruolo preponderante. Le elezioni europee hanno avuto ripercussioni dirompenti in Francia, dove l'annuncio di elezioni anticipate da parte di Macron ha provocato un aumento generalizzato del premio al rischio sulle attività finanziarie domestiche, pur senza sfociare in un contagio più esteso (l'esito del primo turno ha di fatto ridimensionato la probabilità che si materializzassero scenari estremi, sebbene le preoccupazioni per un possibile deterioramento delle finanze pubbliche non siano del tutto svanite). Negli Stati Uniti, il primo confronto tra Biden e Trump ha visto prevalere il candidato repubblicano: il Presidente in carica è apparso confuso e

incerto, intensificando i dubbi fra i democratici sulle sue possibilità di vittoria e sollevando da più parti richieste di una sua sostituzione

Parallelamente, il flusso di dati sulla crescita ha fornito evidenze di moderazione lungo le due sponde dell'Atlantico mentre, con riferimento alla dinamica dei prezzi, sia il CPI di maggio che il PCE hanno rinsaldato la fiducia degli investitori nella sostenibilità del processo disinflazionistico. Ciò nonostante, BCE e Fed non hanno abbandonato la linea della prudenza: l'istituto di Francoforte ha consegnato il primo taglio dei tassi di 25bp, ma ribadendo l'adozione di un approccio interamente data-dependent e precisando che il taglio non certifica l'avvio di un ciclo di allentamento monetario. La Fed, dal canto suo, ha rivisto al rialzo le proiezioni del FOMC sul presumibile livello dei tassi a fine 2024, sottolineando la necessità di ricevere ulteriori conferme dai dati prima di allentare la stretta.

Il clima di prudenza scaturito dall'escalation dei rischi politici ha alimentato una sottoperformance dei listini continentali rispetto agli altri paesi sviluppati, con gli Stati Uniti supportati dal traino delle mega cap tecnologiche. I listini cinesi sono stati colpiti da prese di profitto, ma questo non ha impedito ai Paesi emergenti di offrire ampie soddisfazioni, complice il recupero dell'India, che ha beneficiato dalla continuità della linea politica. A livello settoriale le vendite hanno interessato tutti i settori europei con l'eccezione della tecnologia, risultata il comparto più premiante su entrambe le sponde dell'Atlantico.

I mercati obbligazionari hanno registrato una spiccata sopra-performance dei governativi tedeschi: i tassi sono scesi in maniera più marcata sul tratto a breve, mentre negli Stati Uniti la dinamica è stata pressoché omogenea lungo la curva. L'esito elettorale francese ha condotto a un significativo rialzo del rendimento dell'OAT decennale, che si è spinto ai massimi da novembre 2012 e ha fatto segnare il maggior allargamento del differenziale contro Bund dalla crisi del debito sovrano di fine 2011. Ne ha parzialmente risentito anche il BTP, che ha mostrato però una reattività meno pronunciata, testimonianza della percezione di un rischio idiosincratico e non sistemico. Nonostante l'allargamento degli spread di credito, più importante sul comparto speculativo, le obbligazioni societarie hanno beneficiato del calo dei rendimenti e archiviato performance positive.

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. Si conferma uno scenario di riferimento di medio termine favorevole per i mercati finanziari.

Gestore Anima

Nel corso delle ultime settimane, il livello di incertezza intorno allo scenario di riferimento è aumentato.

Sul fronte del flusso di dati, in particolare, le notizie sulla crescita non sono state particolarmente costruttive: l'indice Citigroup sulle sorprese economiche è sceso ai minimi da luglio 2023 su scala globale, e ai minimi da agosto 2022 negli USA. Tuttavia, la solidità del report sul mercato del lavoro americano di maggio e il robusto rimbalzo dell'Indice ISM di fiducia delle imprese di servizi hanno scongiurato l'insorgenza di timori di un rallentamento più profondo dell'economia statunitense, complice il fatto che la decelerazione più pronunciata del previsto dell'inflazione e i segnali di ribilanciamento del mercato del lavoro hanno

mantenuto vive le attese di allentamento monetario: il tasso a un mese atteso fra 12 mesi è sceso di oltre 20bp rispetto ai livelli di fine maggio, nonostante la cautela espressa dalla Fed.

Le sorprese a più alto impatto, tuttavia, sono arrivate dalla scena politica. Le elezioni in India, Messico e Sudafrica hanno avuto esiti largamente inattesi e innescato un'impennata della volatilità sui mercati locali, benché in alcuni casi rapidamente riassorbita; le parlamentari europee, al contrario, hanno di fatto confermato i sondaggi della vigilia e lasciato inalterati gli equilibri a Bruxelles, ma le ripercussioni sulla scena politica interna sono state dirimpenti in diversi paesi. In Francia, in particolare, l'annuncio di elezioni anticipate e le preoccupazioni per il possibile allentamento della disciplina fiscale e l'inasprimento dei rapporti con l'UE hanno provocato un marcato indebolimento delle attività finanziarie domestiche, con impatti negativi per i paesi periferici e flussi di flight to quality su Bund e Treasury. L'incertezza è destinata a rimanere elevata almeno fino al secondo turno, se non oltre, vista la possibilità che dal voto emerga un parlamento disfunzionale, e l'assenza di precedenti esperienze di governo per il partito di Marin Le Pen o il neo-costituito fronte di sinistra. L'escalation dei rischi politici su scala globale e il primo dibattito pubblico fra Biden e Trump hanno acceso i riflettori sull'appuntamento cruciale delle elezioni presidenziali americane di novembre, finora quasi ignorate.

In questo contesto, la view sui governativi core si conferma moderatamente costruttiva: Treasury e Bund hanno beneficiato sia dello status di safe haven che dei segnali di decelerazione della crescita e dell'inflazione negli Stati Uniti. In prospettiva, si potrebbero aprire opportunità anche sugli OAT: lo spread verso i tassi swap si è spinto ai massimi da fine 2012, e la comprovata capacità dei mercati di imporre una disciplina anche ai Governi meno responsabili rappresenta una garanzia. Invariato anche il giudizio sui BTP: le elezioni francesi sollevano qualche incertezza e un eventuale indebolimento del clima di risk-on peserebbe sullo spread, ma l'appetibilità del profilo rischio/rendimento, l'allentamento monetario e la stabilità politica interna (rinsaldata dal risultato delle elezioni europee, e cruciale in vista dell'approvazione della legge di bilancio e del piano di aggiustamento pluriennale) rappresentano fattori di supporto. L'approccio al mondo del credito resta contraddistinto dalla selettività e dalla preferenza per il comparto investment grade.

Si conferma anche la neutralità sui mercati azionari. Gli indici globali hanno raggiunto nuovi massimi storici, con il traino delle mega cap-tecnologiche americane, in un contesto in cui gli sviluppi macro continuano ad essere percepiti come favorevoli (le cattive notizie sulla crescita sono buone notizie per i mercati, grazie all'accresciuta probabilità di tagli) e i rischi politici non sono considerati sistemici. Tuttavia, una perdita di direzionalità è possibile, stanti l'aumento dell'incertezza, la stagionalità sfavorevole e l'imminente avvio di una reporting season probabilmente meno brillante rispetto alle precedenti. Sul piano geografico, i rischi a breve termine per il mercato europeo sono aumentati, ma in passato le correzioni innescate dall'incertezza politica hanno offerto opportunità e monitoriamo gli sviluppi; l'allocazione settoriale resta diversificata e bilanciata, con una spiccata preferenza per i titoli di qualità.

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

Gestore Eurizon

L'attività effettuata sul portafoglio ha riguardato principalmente la componente azionaria, dove si è passati da un posizionamento neutrale ad un sovrappeso di circa il 2.5% concentrato sull'azionario USA.

Sul portafoglio obbligazionario governativo, il sovrappeso di duration è stato portato a circa 0.25 anni.

Sui titoli governativi francesi, il posizionamento è passato da neutrale a corto duration a fine febbraio/inizio marzo (circa -0.30 anni), per poi tornare a circa -0.10 anni dopo il primo turno elettorale.

Resta presente una piccola posizione sull'obbligazionario corporate a breve termine.

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. Tale posizione sovrappeso è stata mantenuta nel secondo trimestre dell'anno. 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. In merito al risultato delle elezioni francesi riteniamo che lo spread attuale della Francia contro la Germania sulla scadenza decennale a 65 punti base sia relativamente caro; se da un lato il risultato elettorale ha scongiurato ipotesi di vittoria dei partiti di estrema destra o estrema sinistra che hanno programmi di sostenuta espansione fiscale, dall'altro lato l'assenza di un risultato chiaro dalle elezioni forzerà la nascita di un governo tecnico o un governo di coalizione sostenuto da un arco ampio di forze politiche. Tale governo non avrà probabilmente una maggioranza in grado di implementare le necessarie misure fiscali restrittive contemplate dalle regole del nuovo patto di stabilità, per cui rimarrà un certo premio per il rischio sui titoli governativi francesi e lo spread di equilibrio potrebbe essere più elevato rispetto al livello attuale. La componente corporate bond pesa circa il 13% del portafoglio ed è in discesa per effetto delle scadenze naturali dei titoli in portafoglio; 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. Sulla componente azionaria, implementata per il tramite dell'investimento nell'OICR Anima Azionario Paesi Sviluppati LTE, l'esposizione è stata portata da sovrappeso a neutrale rispetto al benchmark alla fine di giugno dati alcuni fattori di rischio da monitorare. Tra questi si segnalano la ridotta partecipazione alla fase rialzista del mercato in termini di numero di titoli e la divergenza tra sorprese macro negative negli Usa e revisioni al rialzo delle stime sugli utili aziendali; l'evento delle elezioni presidenziali americane a novembre è un altro fattore da monitorare in quanto una nuova presidenza Trump sarebbe caratterizzata da un inasprimento della guerra commerciale con la Cina con nuove tariffe commerciali che avrebbero un impatto negativo sulla crescita e positivo sull'inflazione.

Sezione 4: la performance del portafoglio e del benchmark (al 30 giugno 2024)

fondo	comparto	data nav	rendimento mensile Quota	rendimento mensile Benchmark NETTO
FONDO SANITA'	SCUDO	31/12/2023		
FONDO SANITA'	SCUDO	31/01/2024	0.06%	0.04%
FONDO SANITA'	SCUDO	29/02/2024	-0.41%	-0.52%
FONDO SANITA'	SCUDO	29/03/2024	0.59%	0.53%
FONDO SANITA'	SCUDO	30/04/2024	-0.58%	-0.49%
FONDO SANITA'	SCUDO	31/05/2024	0.25%	0.26%
FONDO SANITA'	SCUDO	30/06/2024	0.51%	0.48%

Fonte: Previnet