

Ipotesi sul mercato dei capitali:

previsioni di
rendimento delle
asset class

SETTEMBRE 2024

Comunicazione di marketing



Informazioni sull'autore.

Olivier Clapt

Head of Multi-Asset
Quantitative Research



Olivier Clapt ricopre il ruolo di Head of Multi-Asset Quantitative Research presso Candriam dal 2019. Ha iniziato la sua carriera come analista quantitativo presso Dresdner Kleinwort Benson, focalizzandosi sui derivati azionari. Nel 1999 è entrato a far parte di Candriam come analista quantitativo dedicato agli investimenti alternativi e nel 2010 è diventato Head of Alternative Investment Quantitative Research.

Clapt si è laureato presso l'Institut National des Sciences Appliquées (INSA, Rouen) con specializzazione in matematica applicata.

With contributions
from :

Nadège Dufossé

Global Head of Multi-Asset



Thibaut Dorlet, CFA

Senior Multi-Asset Portfolio
Manager



Yacine Khazani

Multi-Asset Portfolio
Manager



Stefan Keller

Multi-Asset Strategist



Somma- rio.

Sintesi 04

I. Elaborazione delle previsioni 06

Performance storica 06

Tre pilastri fondamentali 06

II. Rendimenti attesi delle azioni 08

Rendimento totale 09

Crescita degli utili 10

Variazione di valutazione 11

Mercati emergenti 12

Le nostre previsioni di agosto 2024 13

III. Rendimenti attesi delle obbligazioni 16

Titoli di Stato 17

Obbligazioni corporate 19

Obbligazioni sovrane Mercati Emergenti 20

Le nostre previsioni di agosto 2024 22

IV. Attuazione: asset allocation strategiche 24

V. Stima delle volatilità e della matrice di correlazione 28

VI. Previsioni di rendimento - Tabella completa 30

Note e riferimenti 31

Sintesi.

Sintesi.

Abbiamo il piacere di presentare la prima pubblicazione relativa alle nostre previsioni di rendimento a medio e lungo termine per le tradizionali asset class.

Come spiega Paul Saffo, professore di ingegneria ed esperto di previsioni tecnologiche, "lo scopo delle previsioni non è tanto quello di predire il futuro, quanto quello di fornire informazioni necessarie al fine di intraprendere azioni significative nel presente".

Infatti, in un mondo in costante evoluzione e nel quale gli eventi geopolitici ci ricordano spesso che non bisogna escludere l'imprevisto, riteniamo che gli investitori abbiano bisogno di orientamento e di sostegno nella costruzione di portafogli solidi e resilienti. Questa è la ragione per cui abbiamo deciso di ideare questa nuova serie: mettere a disposizione degli investitori un insieme di strumenti pratici per aiutarli a prendere le giuste decisioni in materia di asset allocation per i propri portafogli.

Come anticipato, il 2024 è un anno pieno di sfide. Dopo un primo trimestre che ha visto i titoli azionari

continuare a registrare ottime performance sulla scia dello slancio degli ultimi due mesi del 2023, è apparso chiaro che l'euforia stesse gradualmente cedendo il passo a una maggiore cautela in un contesto pieno di incertezze sia sul fronte economico (rallentamento dell'economia? calo dell'inflazione?) sia su quello geopolitico, in vista di diversi appuntamenti elettorali cruciali. Alla luce di tali circostanze, è opportuno che gli investitori rivedano la propria allocazione strategica sulla base di previsioni aggiornate circa i rendimenti delle varie asset class.

Previsioni di rendimento delle asset class – Agosto 2024

Nella seguente tabella presentiamo le nostre previsioni di rendimento annualizzato al 31 agosto 2024. I dati sono riportati in relazione a diverse asset class e su due distinti orizzonti temporali (5 e 10 anni). Inoltre, per ciascuna asset class forniamo le nostre ipotesi di volatilità prospettica. Le nostre previsioni presuppongono rendimenti nominali denominati in valuta locale.

Questa prima edizione include una spiegazione approfondita della nostra metodologia. Pubblicheremo aggiornamenti periodici che integreranno progressivamente settori ed asset class aggiuntive. Rimanete connessi!

Queste previsioni si basano su stime e riflettono ipotesi. Questi risultati sono stati ottenuti tramite una formula matematica e non riflettono l'effetto di fattori economici e di mercato imprevedibili sulle decisioni. I rendimenti previsti non sono necessariamente indicativi della performance futura, che potrebbero differire notevolmente. Le ipotesi presentate sono una stima delle prestazioni future basata su dati storici riguardanti la variazione del valore di questo investimento e/o sulle condizioni di mercato attuali e non costituiscono un indicatore esatto. L'entità del ritorno dipenderà dalla performance del mercato e da quanto a lungo si manterrà l'investimento/il prodotto.



	Valuta	Rend. att. a 5 anni	Rend. att. a 10 anni	Volatilità attesa (*)
Azioni Mercati Sviluppati	LOC	6,3	6,4	15,5
USA	USD	6,1	6,3	17,1
UEM	EUR	7,6	7,2	18,5
Regno Unito	GBP	7,3	7,6	15,5
Giappone	JPY	5,5	5,3	18,6
Azioni Mercati Emergenti	LOC	8,5	8,1	17,5

Titoli di Stato				
Treasury USA	USD	4,7	4,2	4,6
Treasury UEM	EUR	3,3	3,0	5,2

Obbligazioni corporate				
Investment Grade USA	USD	5,1	4,8	6,9
Investment Grade UE	EUR	3,3	3,0	4,3
High Yield USA	USD	5,3	5,5	7,5
High Yield UE	EUR	4,2	4,5	6,3
Debito Mercati emergenti (Hard Currency)	USD	6,6	6,6	8,2

(*) Volatilità attesa = volatilità storica a 10 anni

Fonte: Candriam, stime al 31/08/2024.

Una versione completa della tabella con i corrispondenti indici di riferimento è disponibile nella sezione VI.

I. Elaborazione delle previsioni.

Performance storica

I rendimenti medi storici costituiscono un comune punto di partenza per valutare l'accuratezza delle previsioni di rendimento. Ciò significa che se i rendimenti attesi sono costanti nel tempo, il rendimento medio realizzato a lungo termine rappresenta una buona stima del rendimento atteso futuro. Peraltro, periodi storici più lunghi consentono di ridurre la specificità del campione e di ottenere stime più accurate dei rendimenti medi. Tuttavia, qualsiasi periodo di riferimento potrebbe essere distorto, mostrando magari rendimenti eccezionali dovuti alla diminuzione dei rendimenti obbligazionari o al miglioramento delle valutazioni di mercato, e i dati storici del passato più lontano potrebbero essere irrilevanti a causa di cambiamenti strutturali nell'economia (come gli interventi di politica monetaria).

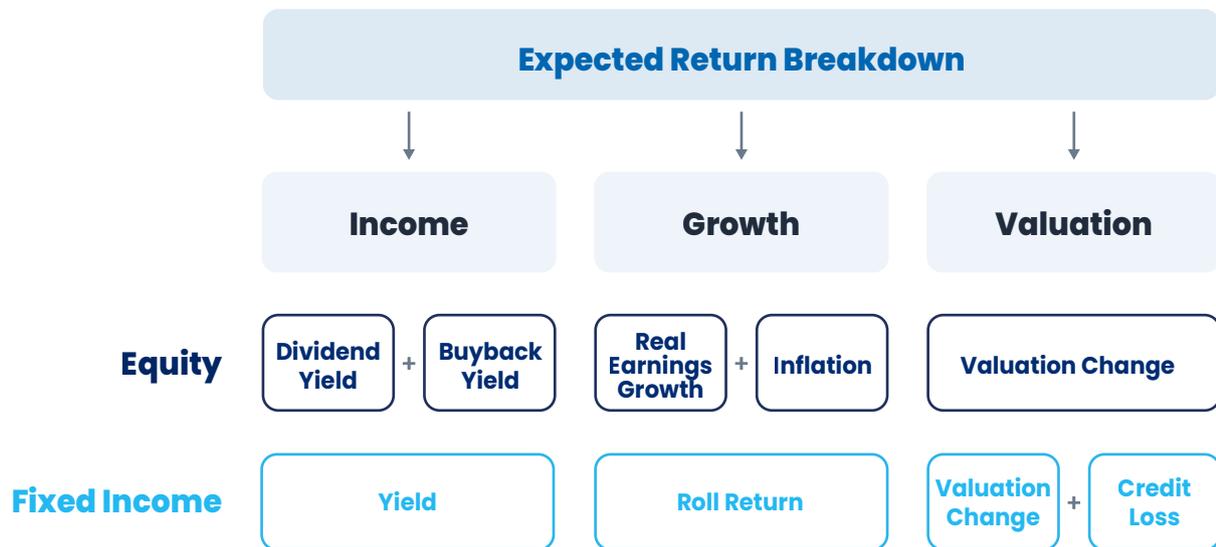
Studi empirici dimostrano che i rendimenti attesi possono variare a seconda delle condizioni del ciclo economico. Di fatto, il legame tra i rendimenti del mercato azionario e le condizioni economiche è oggetto di numerose ricerche nella letteratura tradizionale sui prezzi delle asset class. L'interesse è stato in gran parte suscitato dai risultati empirici di Fama e French (1989) e di molti altri, che suggeriscono che i rendimenti azionari aggregati storici sono prevedibili se condizionati da variabili finanziarie osservabili. L'opinione generale è che i rendimenti del mercato azionario dovrebbero compensare l'esposizione degli investitori ai rischi macroeconomici.

Tre pilastri fondamentali

L'idea di rendimenti attesi variabili nel tempo è ormai ben accolta sia dagli accademici che dagli operatori del settore. Ma gli investitori non possono trarre vantaggio in maniera affidabile da rendimenti attesi variabili nel tempo a meno che non dispongano di strumenti utili per prevederli (*Ilmanen, 2012*).



A tal fine, le nostre stime si basano su combinazioni diverse dei seguenti fattori:
 1) **dati storici**, 2) **teorie comportamentali e finanziarie** e 3) **indicatori di mercato lungimiranti**.



Il Rendimenti-

II. Rendimenti attesi delle azioni.

La variazione temporale dei rendimenti azionari attesi è uno dei fenomeni più rilevanti dell'economia finanziaria (Cochrane, 2001). Molte pubblicazioni accademiche si sono occupate dell'analisi e del confronto dell'accuratezza di modelli popolari come il Gordon Growth Model (GGM, 1962), noto anche come Dividend Discount Model (DDM). Sebbene il GGM sia attualmente la tecnica di valutazione fondamentale più diffusa, presenta numerosi limiti. Ad esempio, non ha alcun valore nel determinare il valore stimato di aziende che non pagano dividendi, come avviene generalmente per le aziende nuove e innovative, dove gli investitori si aspettano più comunemente un apprezzamento del prezzo delle azioni piuttosto che pagamenti di dividendi elevati. Pertanto, in questo rapporto, ci basiamo sull'approccio modulare di Grinold e Kroner (2002) e scomponiamo i rendimenti azionari attesi in tre componenti: 1) **rendimento totale**, 2) **crescita degli utili** e 3) **variazione di valutazione**.

Rendimento totale

rappresenta il rendimento atteso del reddito o la liquidità versata agli investitori (rendimento dei dividendi), più i riacquisti di azioni (rendimento dei riacquisti).

+

Crescita degli utili

coniuga il tasso di crescita reale atteso dell'utile per azione con il tasso di inflazione atteso sul lungo periodo.

+

Variazione di valutazione

si riferisce all'effetto di rivalutazione derivante dalle variazioni attese dei multipli di prezzo.

= **Rendimento atteso**

A. Rendimento totale

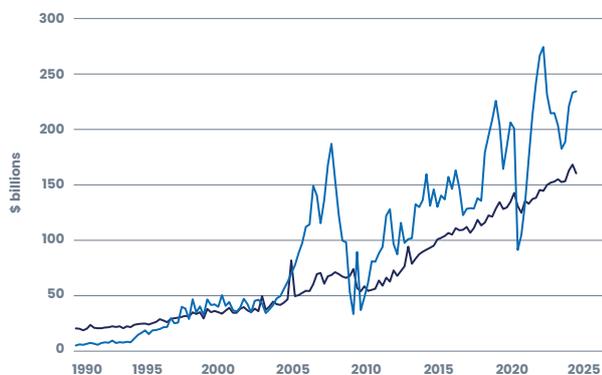
Per individuare i totali proventi versati agli investitori, non ci limitiamo a considerare i rendimenti dei dividendi, ma includiamo anche l'effetto dei riacquisti di azioni.

Tradizionalmente, la definizione di rendimento azionario faceva riferimento solo ai rendimenti dei dividendi. Tuttavia, tenuto conto del netto aumento dei riacquisti di azioni rispetto al pagamento dei dividendi negli ultimi 20 anni (soprattutto per motivi di efficienza fiscale), il nostro approccio prende in considerazione l'effetto dei riacquisti nel calcolo dei rendimenti per fornire stime di rendimento più attendibili.

Figura 1:

Dividendi e buyback S&P 500 (miliardi di dollari USA)

● Dividendi
● Buyback



Netto aumento dei riacquisti di azioni rispetto al pagamento dei dividendi negli ultimi 20 anni.

Figura 2:

Rendimento di dividendi e buyback S&P 500

● Dividendi ● Rend. medio a 10 anni
● Buyback ● Rendimento totale



La nostra stima **si basa sulla media decennale del ratio di rendimento totale**, in modo da riflettere le tendenze secolari ma non le variazioni cicliche.

La performance passata di un determinato strumento finanziario o indice, o di un servizio o strategia di investimento, così come le simulazioni di performance passate o le previsioni di performance future, non sono indicative di rendimenti futuri.

Fonte: Candriam, giugno 2024.

$$\text{Total Yield} = \text{Dividend Yield} + \text{Buyback Yield}$$

B. Crescita degli utili

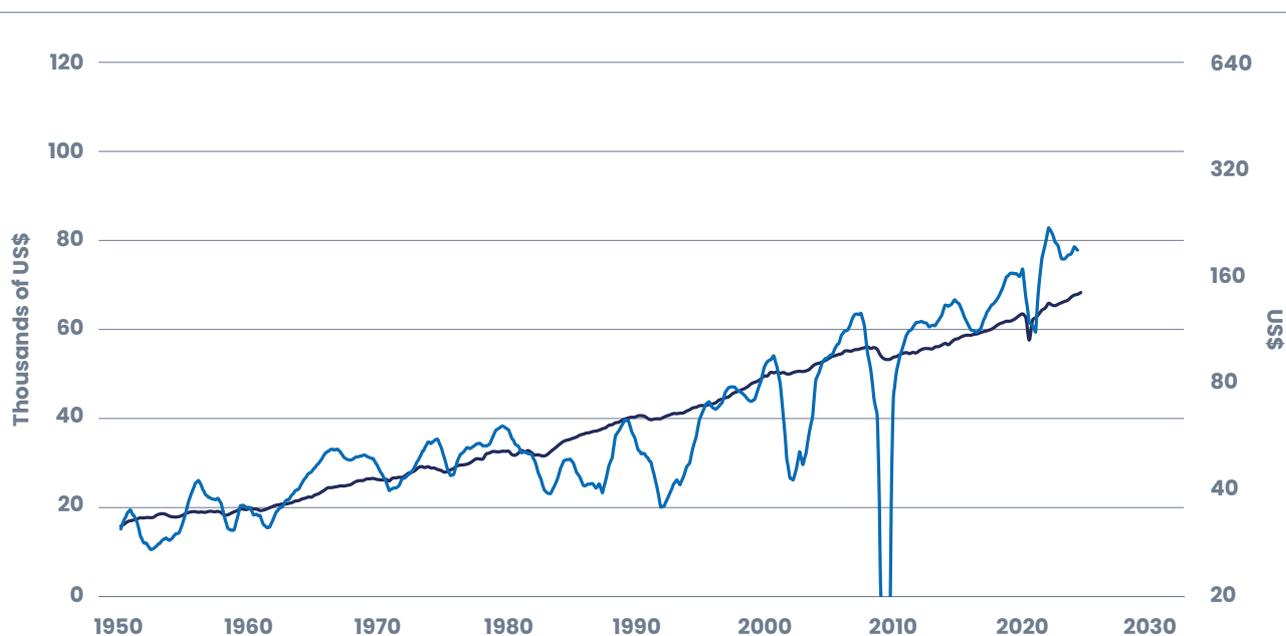
La crescita degli utili per azione (EPS) è uno dei principali fattori di apprezzamento del capitale nei rendimenti azionari. Invece di utilizzare gli EPS forward per stimare la crescita futura degli utili, preferiamo utilizzare un approccio più stabile che stima la crescita futura degli utili sulla base delle tendenze passate. A tal fine, basandoci sul fatto che la crescita degli utili è legata alla crescita economica, stimiamo il tasso di crescita degli EPS come la tendenza secolare del prodotto interno lordo (PIL) reale pro capite.

Nel lungo termine, gli utili societari aggregati degli Stati Uniti tendono a crescere allo stesso ritmo del PIL pro capite statunitense.

Figura 3:

PIL reale pro capite e guadagni reali S&P 500

— PIL reale medio pro capite (a sinistra) — Utile reale S&P 500 (scala log. a destra)

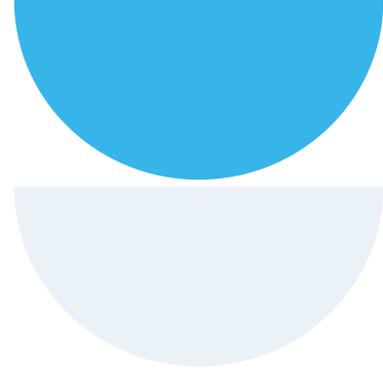


Stimiamo il **tasso di crescita degli EPS come la tendenza secolare del prodotto interno lordo** (PIL) reale pro capite

La performance passata di un determinato strumento finanziario o indice, o di un servizio o strategia di investimento, così come le simulazioni di performance passate o le previsioni di performance future, non sono indicative di rendimenti futuri.

Fonte: Candriam, giugno 2024.

Tuttavia, è necessario adeguare la relazione tra il tasso di crescita degli EPS reali e il tasso di crescita del PIL reale tenendo conto del beta della regressione. In alcune circostanze, o in determinate regioni, si osserva empiricamente che la crescita degli utili può essere superiore alla crescita economica (gli utili societari crescono più rapidamente del resto dell'economia) e, viceversa, la crescita degli utili può essere inferiore alla crescita economica a causa del contrario di quanto detto sopra, nonché di altri fattori, come l'intervento dello Stato (non essendo la massimizzazione del patrimonio degli azionisti un obiettivo primario).



Il tasso di crescita degli utili nominali si calcola quindi sommando il suo valore reale al tasso di inflazione atteso.

$$\text{Earnings growth} = \text{Real growth rate of earnings} + \text{Inflation rate}$$

C. Variazione di valutazione

Infine, integriamo nelle nostre previsioni di rendimento azionario i potenziali effetti di rivalutazione, ossia i cambiamenti delle valutazioni annualizzate nel corso del prossimo decennio.

Pertanto, prendiamo come riferimento Campbell e Shiller (1998), i quali suggeriscono che nel tempo il rapporto prezzo/utile (P/E) dovrebbe ritornare alla sua media a lungo termine. L'intuizione alla base di questo approccio è la convinzione che più alto è il prezzo attuale di acquisto del titolo, più basso è il suo potenziale di rendimento futuro.

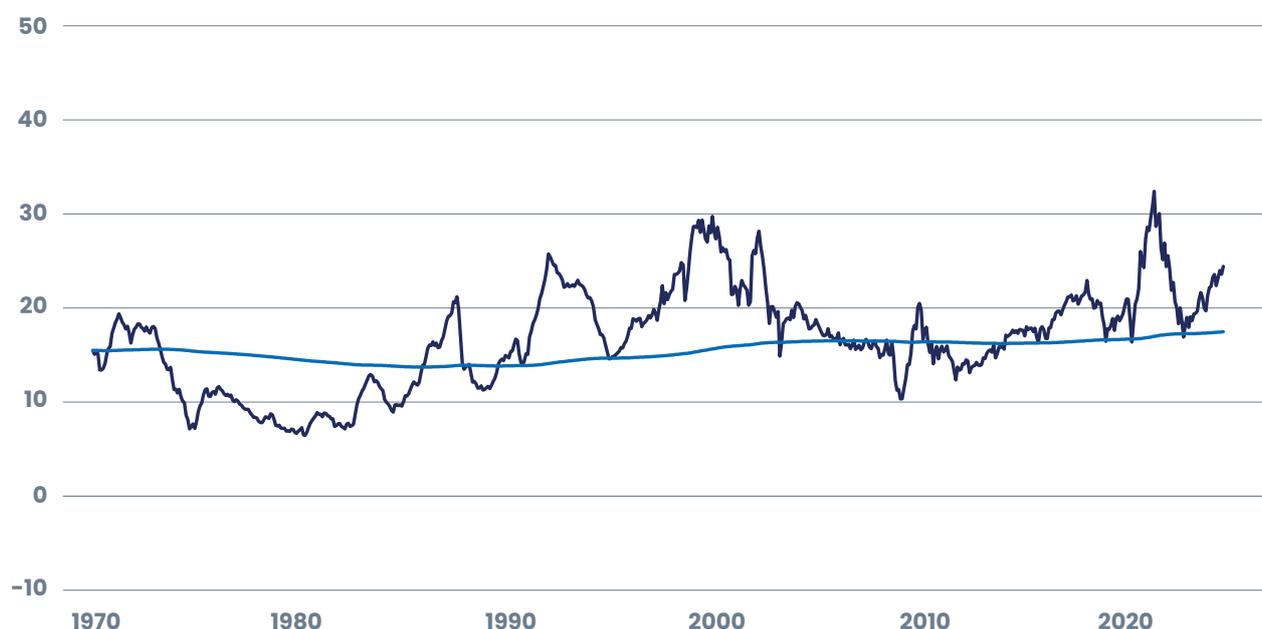
Pertanto, dobbiamo calcolare la media di lungo termine del rapporto P/E per stimare la variazione nella valutazione azionaria. Ma invece che calcolare semplicemente la media a lungo termine del rapporto P/E, ci avvaliamo delle conclusioni di Arnott *et al.* (2015) che sostengono che la media del rapporto P/E ritorna ai livelli suggeriti dalle condizioni macroeconomiche e varia sia in funzione dei tassi d'interesse reali che dell'inflazione. A tale livello di equilibrio si dà il nome di "P/E normale", adattato per riflettere l'inflazione attuale e i rendimenti reali.

La variazione di valutazione attuale si calcola quindi come il rapporto tra il "P/E normale" e il rapporto P/E attuale annualizzato su un orizzonte temporale di 10 anni (o 5 anni).

Figura 4:

Rapporto P/E S&P 500

● P/E attuale ● P/E medio a lungo termine



Sfruttiamo il fatto che, con il tempo, il **rapporto P/E tende a ritornare alla sua media a lungo termine**, sebbene questa media sia condizionata a riflettere l'inflazione attuale e i rendimenti reali.

La performance passata di un determinato strumento finanziario o indice, o di un servizio o strategia di investimento, così come le simulazioni di performance passate o le previsioni di performance future, non sono indicative di rendimenti futuri.

Fonte: Candriam, agosto 2024.

D. Mercati emergenti

Le economie dei mercati emergenti (ME) sono strutturalmente diverse da quelle dei mercati sviluppati (MS). Di conseguenza, è necessario procedere ad alcuni adeguamenti.

In primo luogo, stimiamo i rendimenti azionari futuri per ciascun Paese per tenere conto della specificità del Paese stesso. Ad esempio, la Cina è un'economia in rapida crescita che si sta orientando verso una crescita maggiormente trainata dal mercato interno, mentre la Corea del Sud e Taiwan presentano uno sviluppo economico più maturo, pur condividendo caratteristiche proprie dei Paesi in via di sviluppo. Per questo motivo, nello stimare il tasso di crescita degli utili, utilizziamo una

regressione corretta per il beta tra il rapporto prezzo/utili e il PIL pro capite di tali economie.

Infine, calcoliamo il rendimento azionario atteso per i mercati emergenti facendo la media della stima del rendimento futuro di ciascun Paese del nostro universo, ponderata per la capitalizzazione di mercato del Paese. I Paesi del nostro universo sono i principali costituenti dell'indice MSCI EM (Cina, Taiwan, Corea del Sud, India, Brasile) e rappresentano oltre l'80% dell'indice.

E. Le nostre previsioni di agosto 2024

Al 31 agosto 2024, abbiamo applicato la metodologia descritta nella sezione precedente per generare le nostre stime. I due grafici seguenti riportano i livelli di rendimento attesi su 5 e 10 anni per le diverse regioni azionarie, nonché il contributo rispettivo delle tre componenti.

Figura 5:
Rendimenti attesi a 5 anni per le azioni

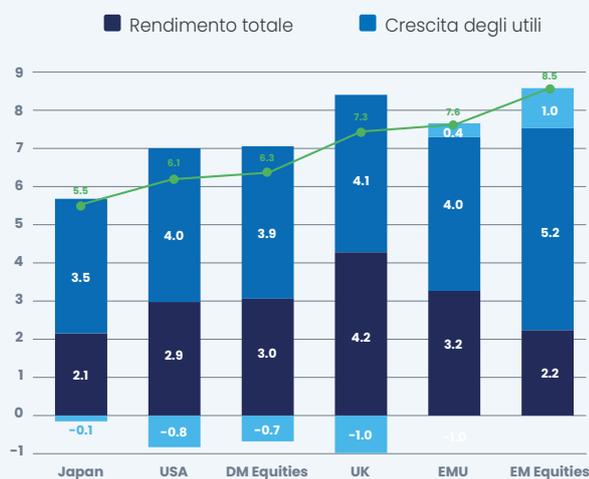
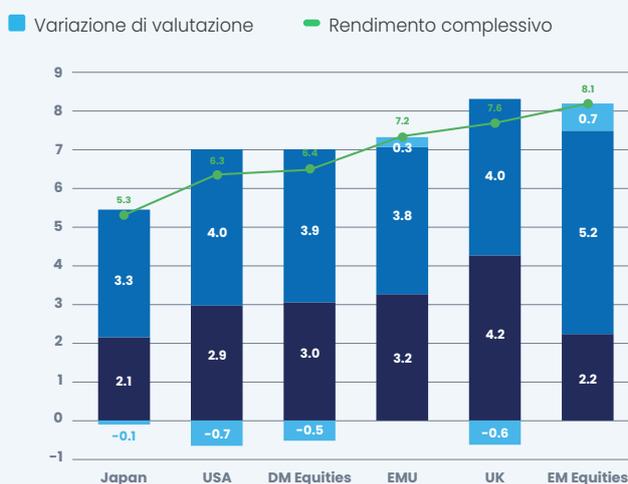


Figura 6:
Rendimenti attesi a 10 anni per le azioni



La performance passata di un determinato strumento finanziario o indice, o di un servizio o strategia di investimento, così come le simulazioni di performance passate o le previsioni di performance future, non sono indicative di rendimenti futuri.

Fonte: Candriam, stime al 31/08/2024.

Le nostre stime di rendimento atteso sono storicamente basse per gli Stati Uniti, mentre sono elevate per il Regno Unito e relativamente normali per l'eurozona e il Giappone.

Come interpretare questi risultati?

Innanzitutto, il **rendimento totale** è storicamente molto basso per gli Stati Uniti e l'eurozona, mentre è tradizionalmente molto alto per la regione del Regno Unito e normale per il Giappone.

Figura 7:

S&P 500 Dividend + Buyback Yield



La performance passata di un determinato strumento finanziario o indice, o di un servizio o strategia di investimento, così come le simulazioni di performance passate o le previsioni di performance future, non sono indicative di rendimenti futuri.

Fonte: Candriam, giugno 2024.

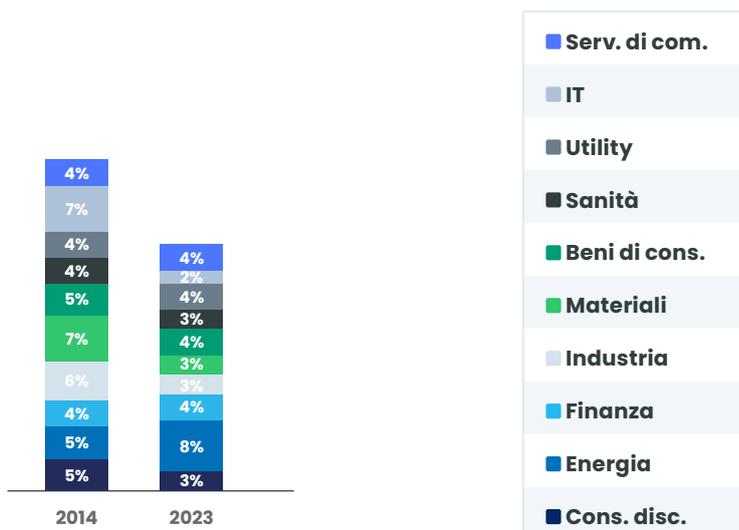
Nel grafico si osserva che dal 2009 il rendimento dei dividendi è diminuito costantemente anno dopo anno. Allo stesso tempo, la composizione dell'indice S&P 500 è notevolmente cambiata, con il settore IT che rappresenta oggi quasi il 30% della capitalizzazione di mercato totale dell'indice, rispetto al 14% di dieci anni fa, come illustrato nella Figura 8.



Figura 8:
Ripartizione settoriale S&P 500
per capitalizzazione di mercato



Figura 9:
Dividend + Buyback
R Payout ratio S&P 500



Fonte: Candriam, dicembre 2023.

Ma la vera spiegazione risiede probabilmente nel fatto che i rapporti di distribuzione dei dividendi della maggior parte dei settori hanno subito un calo significativo negli ultimi 10 anni. Solo il settore energetico mostra un rapporto in aumento (*nel periodo del rally post-Covid*), mentre questo rapporto si è dimezzato per i materiali ed è addirittura diminuito di tre volte per il settore IT.

In secondo luogo, la **crescita degli utili** è ai massimi storici nell'eurozona, nel Regno Unito e in Giappone, mentre si attesta su un livello normale negli Stati Uniti. Nel caso dell'eurozona, questo livello elevato è riconducibile a un'inflazione attesa più elevata (*come quella registrata negli anni 2000 prima della crisi finanziaria globale*) e a un'accelerazione della crescita degli utili reali.

Infine, la **variazione di valutazione** è storicamente bassa per gli Stati Uniti, mentre è normale sia per l'eurozona che per il Regno Unito. Nel caso degli Stati Uniti, come già accennato, la composizione dell'indice S&P 500 si è notevolmente evoluta negli ultimi 10 anni, con il settore tecnologico (servizi informatici e di comunicazione) che rappresenta ormai quasi il 40% della capitalizzazione di mercato totale. A nostro avviso, questo è il motivo per cui l'indice S&P 500 presenta un rapporto P/E storicamente elevato, che si discosta sensibilmente dalla sua media a lungo termine. In queste condizioni, impieghiamo un fattore di scala per attenuare l'impatto di un mercato ritorno alla media, riducendo così parzialmente l'effetto della variazione di valutazione.

III. Rendimenti attesi delle obbligazioni.

Per i rendimenti attesi delle obbligazioni, come per le azioni, adottiamo un approccio modulare, cercando di identificare i principali fattori che determinano il premio di rischio del reddito fisso. Ci basiamo su tre componenti: 1) **rendimento**, 2) **crescita** e 3) **valutazione**.

Yield

rappresenta il rendimento nominale iniziale, ovvero il rendimento che l'investitore si assicura per l'intera durata dell'obbligazione, nell'ipotesi che l'obbligazione venga mantenuta fino alla scadenza.

Growth

rappresenta il Roll Return che riflette l'impatto del tempo sulle obbligazioni. Prendendo in considerazione curve dei rendimenti ascendenti (il che vale nella maggior parte dei casi), ci si aspetta che il prezzo dell'obbligazione salga man mano che si riduce la sua scadenza.

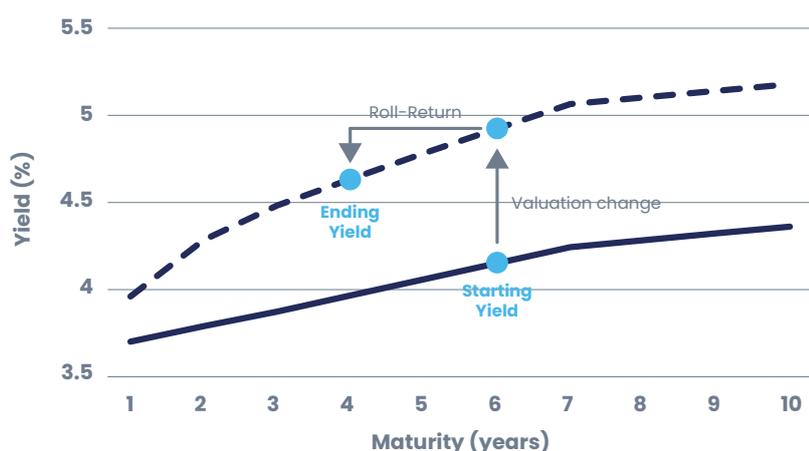
Valuation

coniuga l'impatto sul prezzo delle obbligazioni derivante dall'andamento della curva dei rendimenti e le perdite di credito attese in seguito a declassamenti e inadempienze.

Figure 10:

Decomposizione del rendimento atteso dei titoli di Stato

— Curva dei rend. attuale - - - Curva dei rend. prevista



La performance passata di un determinato strumento finanziario o indice, o di un servizio o strategia di investimento, così come le simulazioni di performance passate o le previsioni di performance future, non sono indicative di rendimenti futuri.

Fonte: Candriam

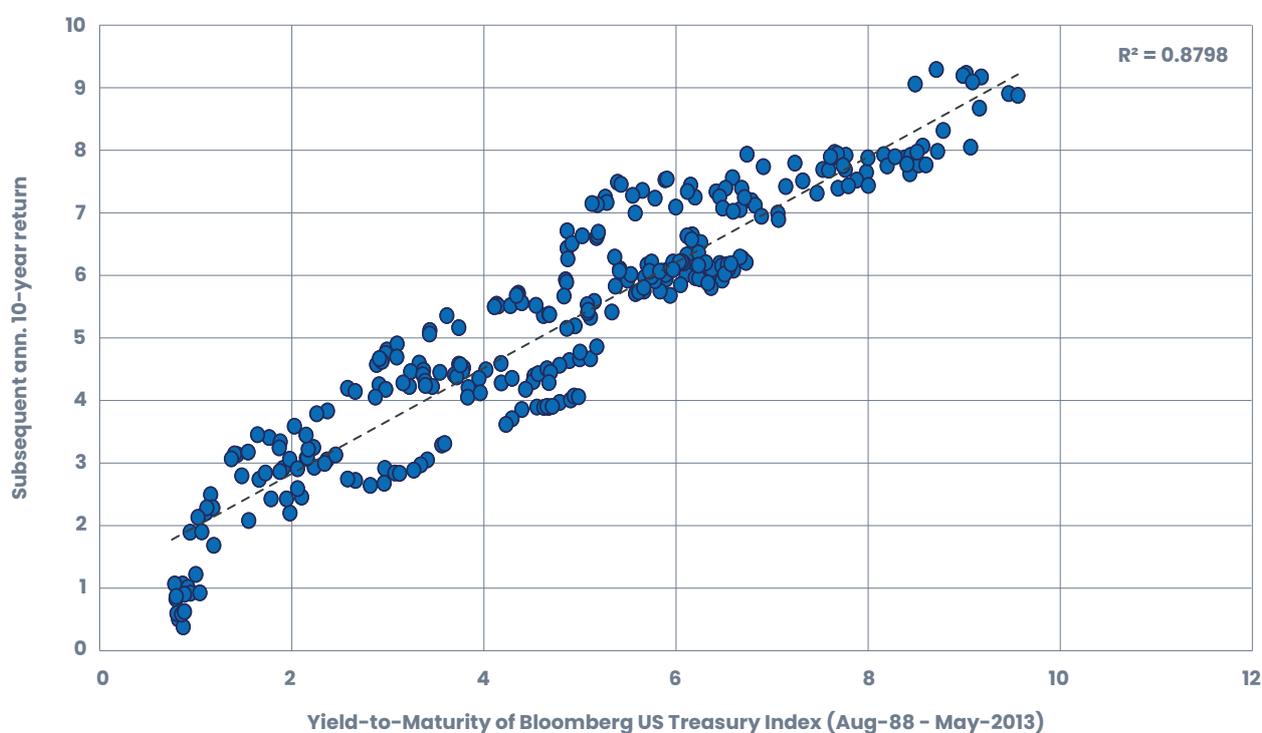
$$\text{Expected Bond Return} = \text{Yield} + \text{Roll Return} + \text{Valuation Change} - \text{Credit Loss}$$

A. Titoli di Stato

Per strumenti di debito quali i titoli di Stato, generalmente reputati a rischio di credito minimo (convenzionalmente definiti obbligazioni prive di rischio), prendiamo in considerazione il **rendimento a scadenza** (YTM) come rendimento iniziale. In effetti, Bogle e Nolan (2015) riscontrano che lo YTM di un Treasury statunitense a 10 anni illustra ampiamente il rendimento dell'obbligazione nel decennio successivo (*correlazione ~95%*).

Figura 11:

Previsione del rendimento a 10 anni dell'indice dei Treasury statunitensi



Lo YTM di un Treasury statunitense a 10 anni illustra ampiamente il rendimento dell'obbligazione nel decennio successivo (*correlazione ~95%*)

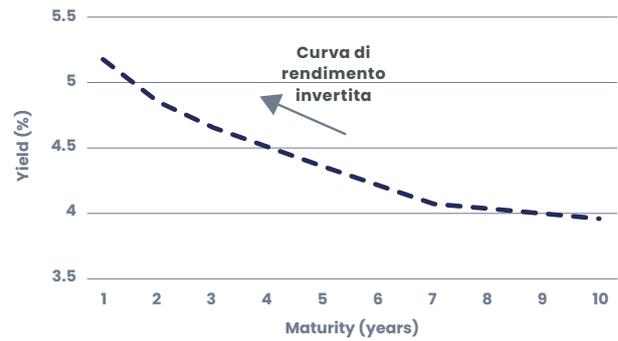
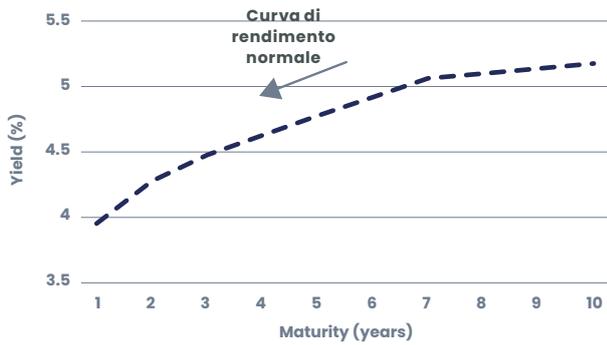
La performance passata di un determinato strumento finanziario o indice, o di un servizio o strategia di investimento, così come le simulazioni di performance passate o le previsioni di performance future, non sono indicative di rendimenti futuri.

Fonte: Candriam, agosto 2024.

Per mantenere una duration costante, adeguiamo quindi il rendimento atteso per tenere conto del **rendimento roll-down**, che rappresenta la rivalutazione del prezzo delle obbligazioni via via che scendono lungo la curva dei rendimenti (in caso di curva ascendente), poiché i rispettivi anni alla scadenza si riducono nel tempo. In questo caso, il rendimento è dato dalla differenza positiva di prezzo tra un'obbligazione con duration più bassa e una con duration più alta, a parità di altre condizioni.

Figura 12:

Rendimenti roll-down positivi e negativi



Rendimento roll-down positivo: prendendo in considerazione curve dei rendimenti ascendenti, **ci si aspetta che il prezzo dell'obbligazione salga** man mano che si riduce la sua scadenza

Rendimento roll-down negativo: prendendo in considerazione curve dei rendimenti discendenti, **ci si aspetta che il prezzo dell'obbligazione scenda** man mano che si riduce la sua scadenza

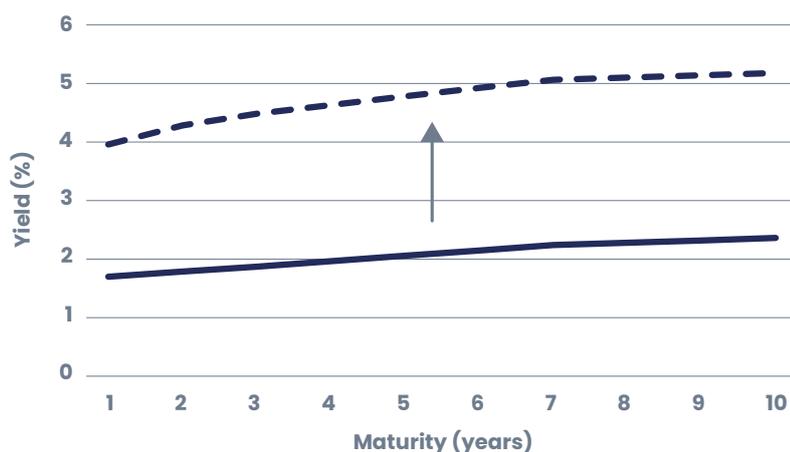
La performance passata di un determinato strumento finanziario o indice, o di un servizio o strategia di investimento, così come le simulazioni di performance passate o le previsioni di performance future, non sono indicative di rendimenti futuri.

Fonte: Candriam, agosto 2024.

Infine, aggiungiamo il **rendimento della variazione di valutazione**, dovuto alle variazioni del livello della curva dei rendimenti sottostante. Questo si calcola moltiplicando la duration attuale per la variazione di rendimento, laddove la variazione di rendimento è la differenza di rendimento alla duration attuale tra la curva dei rendimenti attuale e quella futura stimata.

Figura 13:

Rendimento della variazione di valutazione



— Curva dei rend. attuale - - - Curva dei rend. prevista

La performance passata di un determinato strumento finanziario o indice, o di un servizio o strategia di investimento, così come le simulazioni di performance passate o le previsioni di performance future, non sono indicative di rendimenti futuri.

Fonte: Candriam

$$\text{Expected Government Bond Return} = \text{Yield-to-Maturity} + \text{Roll Return} + \text{Valuation Change}$$

B. Obbligazioni corporate

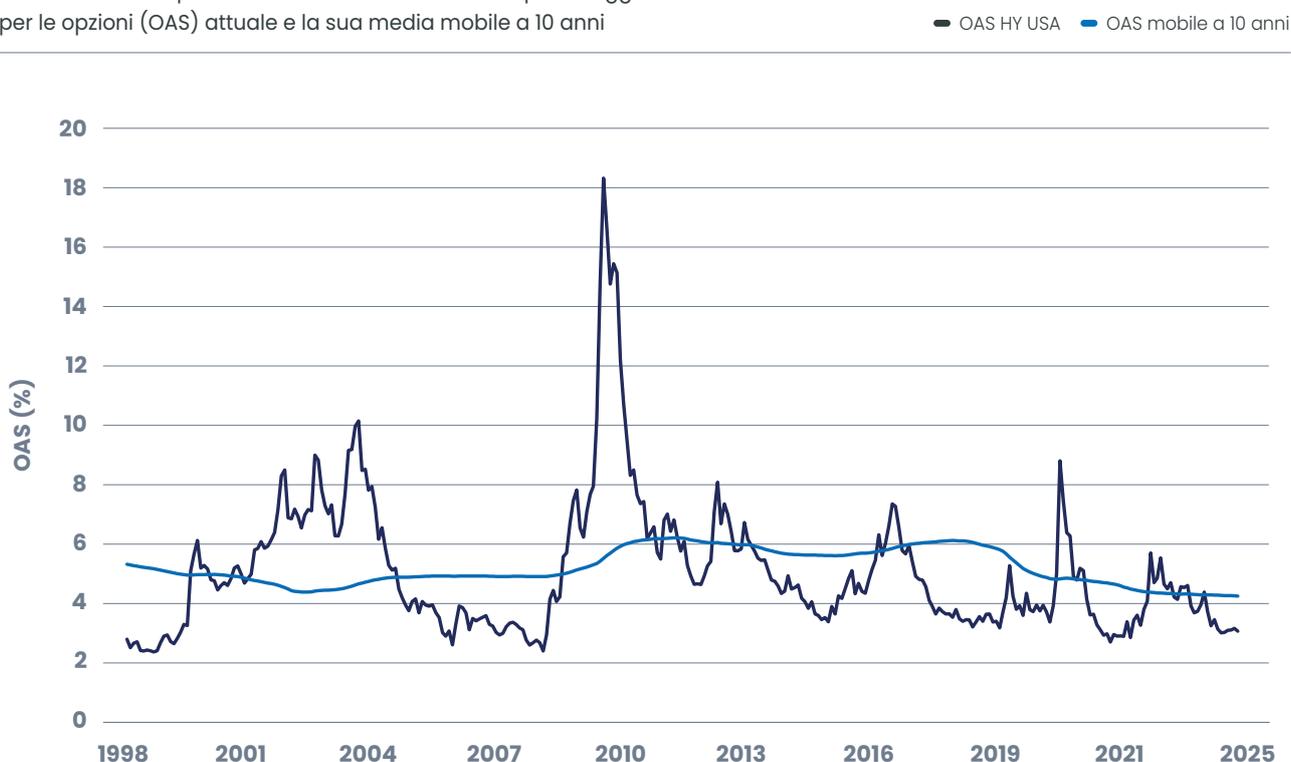
Per stimare il rendimento atteso delle obbligazioni corporate, seguiamo la stessa metodologia modulare adottata per i titoli di Stato, con alcuni adeguamenti.

Innanzitutto, anziché utilizzare il rendimento a scadenza come rendimento iniziale, preferiamo utilizzare lo **Yield-to-Worst (YTW)**, che rappresenta il rendimento più basso possibile che si può ricevere su un'obbligazione con una clausola di rimborso anticipato per via delle opzioni integrate. Ad esempio, se un'obbligazione è scambiata con un premio alla pari e viene inaspettatamente richiamata, i titolari delle obbligazioni subiscono una perdita in conto capitale pari all'importo del premio.

In secondo luogo, cambiamo il modo in cui calcoliamo il rendimento della variazione di valutazione, per tenere conto delle variazioni dei tassi d'interesse e degli spread di credito. La variazione dello spread di credito è considerata come la differenza tra lo spread aggiustato per le opzioni (OAS) attuale e la sua media mobile a 10 anni. Ciò significa che riteniamo che gli spread di credito tornino alla media a lungo termine, secondo quanto osservato in passato. Limitiamo questa variazione al 10% per mitigare l'impatto di eventi creditizi estremi.

Figura 14:

Variazione dello spread di credito: differenza tra lo spread aggiustato per le opzioni (OAS) attuale e la sua media mobile a 10 anni



La performance passata di un determinato strumento finanziario o indice, o di un servizio o strategia di investimento, così come le simulazioni di performance passate o le previsioni di performance future, non sono indicative di rendimenti futuri.

Fonte: Candriam, agosto 2024.

Infine, secondo lo schema delineato da Ilmanen (2011), adeguiamo i rendimenti attesi delle obbligazioni corporate per tenere conto di una componente specifica del credito che coglie l'impatto atteso sui rendimenti di una migrazione obbligazionaria (ossia un declassamento del rating del credito) e di una perdita per inadempienza. La **credit loss** è quindi la somma di entrambi gli effetti di migrazione obbligazionaria e di perdita per inadempienza.

- La **default loss** attesa è il prodotto del tasso di inadempienza moltiplicato per uno meno il tasso di recupero, laddove il tasso di inadempienza è stimato come la mediana decennale dei tassi di inadempienza annuali,

mentre il tasso di recupero è pari al 40%, ovvero il tasso di recupero medio a lungo termine per le obbligazioni corporate senior non garantite.

- La **Bond migration** è la perdita di capitale che deriva da un declassamento del rating di credito. Abbiamo riscontrato empiricamente che questa perdita aumenta quando l'OAS si amplia per effetto dei declassamenti di rating previsti e può essere stimata moltiplicando l'OAS attuale per l'entità della perdita (haircut), che ipotizziamo pari al 40% sulla base delle osservazioni storiche.

$$\text{Expected Corporate Bond Return} = \text{Yield-to-Worst} + \text{Roll Return} + \text{Valuation Change} - \text{Credit Loss}$$

C. Obbligazioni sovrane Mercati Emergenti

In questo rapporto ci concentriamo sul debito sovrano in valuta forte emesso dai Paesi dei mercati emergenti. Poiché questo debito non dovrebbe comportare alcun rischio valutario, la nostra metodologia di previsione dei rendimenti attesi del debito sovrano ME in valuta forte è simile a quella adottata per le obbligazioni corporate, con un adeguamento minore per la perdita di capitale attesa in caso di bond migration (haircut = 30% per il debito ME anziché 40% per le obbligazioni corporate).

A differenza del rendimento atteso ponderato per la capitalizzazione di mercato dei Paesi ME, deduciamo direttamente il rendimento atteso delle obbligazioni sovrane ME utilizzando l'indice J.P. Morgan EMBI Global, che rappresenta il debito sovrano denominato in dollari USA.

$$\text{Expected EM Sovereign Bond Return} = \text{Yield-to-Worst} + \text{Roll Return} + \text{Valuation Change} - \text{Credit Loss}$$



D. Le nostre previsioni di agosto 2024

Ecco le nostre previsioni al 31 agosto 2024. Abbiamo applicato la metodologia precedentemente descritta. I due grafici seguenti riportano i livelli di rendimento attesi su 5 e 10 anni per i diversi indici obbligazionari, nonché il contributo rispettivo delle quattro componenti.

Figura 15:
Rendimenti attesi a 5 anni per il reddito fisso globale



Figura 16:
Rendimenti attesi a 10 anni per il reddito fisso globale



La performance passata di un determinato strumento finanziario o indice, o di un servizio o strategia di investimento, così come le simulazioni di performance passate o le previsioni di performance future, non sono indicative di rendimenti futuri.

Fonte: Candriam, stime al 31/08/2024.

Come interpretare questi risultati?

Nel caso dei titoli di Stato e delle obbligazioni corporate IG statunitensi, i rendimenti impiegati nel nostro approccio sono superiori alla media storica degli ultimi 25 anni (cfr. figure 17 e 18) e spiegano in gran parte perché le nostre attuali previsioni di rendimento sono superiori a quelle stimate negli ultimi 15 anni.

Figura 17:

Rendimento a scadenza, titoli di Stato USA



Figura 18:

Yield-to-Worst, obbligazioni corporate IG USA



La performance passata di un determinato strumento finanziario o indice, o di un servizio o strategia di investimento, così come le simulazioni di performance passate o le previsioni di performance future, non sono indicative di rendimenti futuri.

Fonte: Candriam, agosto 2024.

Per quanto riguarda la **credit loss** delle obbligazioni corporate HY, e contrariamente a quanto si potrebbe pensare, i livelli attuali non sono così elevati se si considerano le osservazioni passate. Ciò si spiega considerando che al momento gli spread di credito sono storicamente molto bassi, come mostrano i grafici seguenti.

Figura 19:

Option-adjusted spread, obbligazioni corporate HY USA



Figura 20:

Option-adjusted spread, obbligazioni corporate HY UE



La performance passata di un determinato strumento finanziario o indice, o di un servizio o strategia di investimento, così come le simulazioni di performance passate o le previsioni di performance future, non sono indicative di rendimenti futuri.

Fonte: Candriam, agosto 2024.

IV. Attuazione: asset allocation strategiche.

In questa sezione presentiamo il rendimento e la volatilità attesi di tre asset allocation strategiche che rappresentano convenzionalmente tre tipi di profili di investitori:

Basso rischio = 20% titoli azionari + 80% reddito fisso

Medio rischio = 50% titoli azionari + 50% reddito fisso

Alto rischio = 80% titoli azionari + 20% reddito fisso

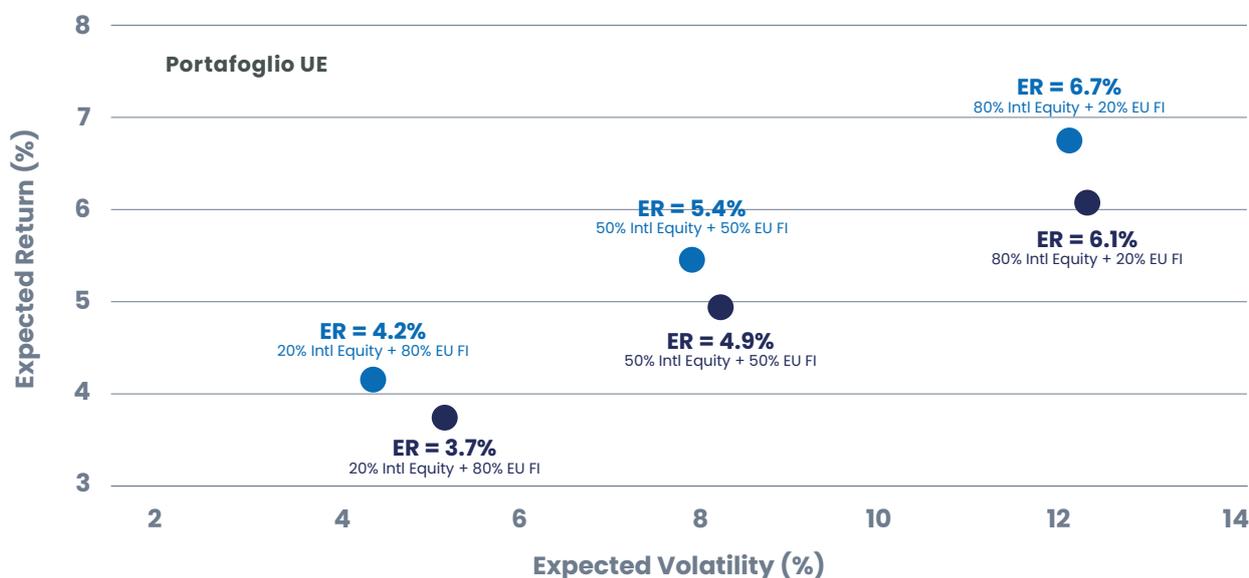
La Figura 21 mostra le caratteristiche di rischio e rendimento attese sui tre portafogli per un **investitore in EUR privo di copertura**, secondo le nostre attuali previsioni a 10 anni, rispetto a un anno fa.



Figura 21:

Rischio e rendimento attesi di portafogli a basso/medio/alto rischio, oggi e un anno fa - Investitore UE

● Più recenti
● 1 anno fa



La performance passata di un determinato strumento finanziario o indice, o di un servizio o strategia di investimento, così come le simulazioni di performance passate o le previsioni di performance future, non sono indicative di rendimenti futuri.

Fonte: Candriam, stime al 31/08/2024.

Ipotesi:

- Investitore in EUR privo di copertura
- 100% di allocazione azioni internazionali = 50% USA + 15% UEM + 15% Regno Unito + 5% Giappone + 15% ME
- 100% allocazione al reddito fisso europeo = 65% Treasury UEM + 35% Investment Grade UE

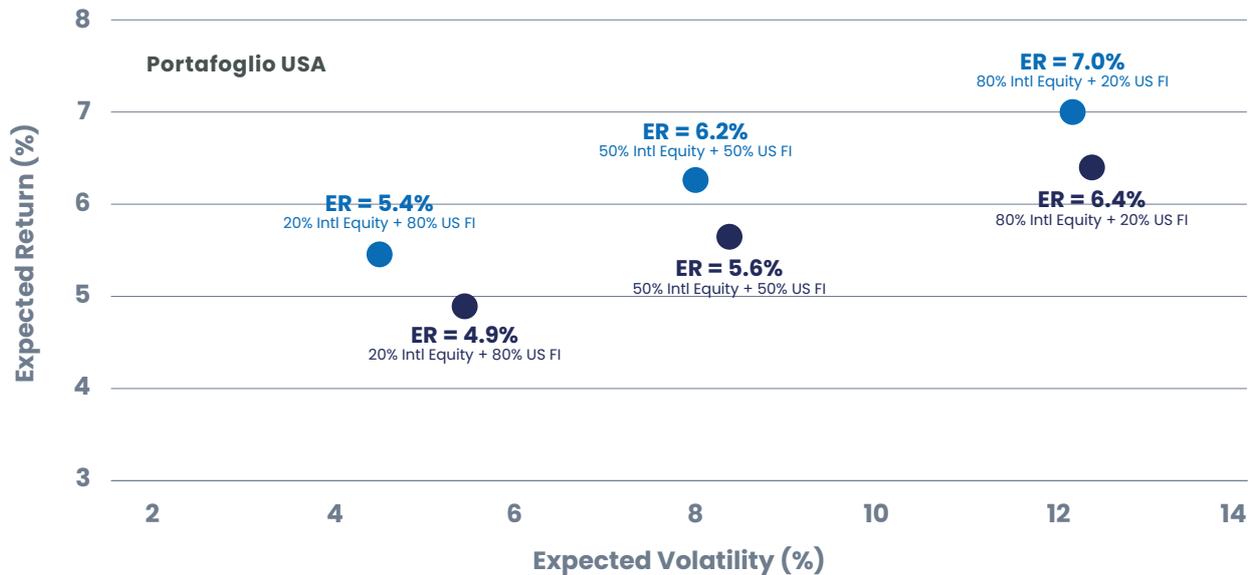
Rispetto a un anno fa, tutti i portafogli presentano un rendimento inferiore, in particolare il portafoglio ad alto rischio con un rendimento atteso inferiore dello 0,6% (6,1% oggi rispetto al 6,7% di un anno fa). Questo dato è in gran parte imputabile all'attuale riduzione dei rendimenti attesi per tutte le regioni azionarie, mentre il calo dei tassi osservato quest'estate in seguito all'intervento della Banca centrale europea ha determinato una contrazione dei rendimenti attesi per le obbligazioni.

La Figura 22 mostra le caratteristiche di rischio e rendimento attese sui tre portafogli per un **investitore in USD privo di copertura**, secondo le nostre attuali previsioni a 10 anni, rispetto a un anno fa.

Figura 22:

Rischio e rendimento attesi di portafogli a basso/medio/alto rischio, oggi e un anno fa - Investitore USA

● Più recenti
● 1 anno fa



La performance passata di un determinato strumento finanziario o indice, o di un servizio o strategia di investimento, così come le simulazioni di performance passate o le previsioni di performance future, non sono indicative di rendimenti futuri.

Fonte: Candriam, stime al 31/08/2024.

Ipotesi:

- Investitore in USD privo di copertura
- 100% di allocazione azioni internazionali = 50% USA + 15% UEM + 15% Regno Unito + 5% Giappone + 15% ME
- 100% allocazione al reddito fisso statunitense = 65% Treasury USA + 35% Investment Grade USA

Rispetto a un anno fa, tutti i portafogli registrano un rendimento inferiore e una maggiore volatilità, in quanto crescono le preoccupazioni degli investitori riguardo al ritmo dell'economia statunitense e alla capacità della Fed di contenere un rallentamento più accentuato. In particolare, il netto calo del rendimento atteso del portafoglio a basso rischio, unito a un notevole aumento della sua volatilità, è da ricondurre

alle aspettative di diversi tagli dei tassi di riferimento da parte della Fed nei prossimi mesi. Queste aspettative hanno innescato un movimento al ribasso dei tassi statunitensi a lungo termine la scorsa primavera, esacerbando al contempo la volatilità dei rendimenti dei titoli di Stato e delle obbligazioni corporate.



V. Stima

V. Stima delle volatilità e della matrice di correlazione.

La metodologia comunemente adottata consiste nello stimare rischio e correlazione a partire dai dati storici. Sia le volatilità che le correlazioni sono calcolate sulla base dei 10 anni di rendimenti settimanali degli indici.

Figura 23:

Volatilità attese per asset class e matrice di correlazione

	Reference Index	Currency	Annualized Volatility (%)	DM Equities	USA	EMU	UK	Japan	
Equities	DM Equities	NDDLWI Index	LOC	15.5	1.00				
	USA	NDDLUS Index	USD	17.1	0.98	1.00			
	EMU	NDDLEMU Index	EUR	18.5	0.83	0.72	1.00		
	UK	NDDLUK Index	GBP	15.5	0.77	0.66	0.84	1.00	
	Japan	NDDLJN Index	JPY	18.6	0.70	0.59	0.69	0.61	1.00
	EM Equities	NDLEEGF Index	LOC	17.5	0.72	0.66	0.67	0.64	0.59
Fixed Income	US Treasuries	LUATTRUU Index	USD	4.6	-0.09	-0.06	-0.14	-0.14	-0.18
	EMU Treasuries	LEATTREU Index	EUR	5.2	0.14	0.14	0.12	0.07	0.02
	US Investment Grade	LUACTRUU Index	USD	6.9	0.38	0.40	0.25	0.23	0.16
	EU Investment Grade	LEACTREU Index	EUR	4.3	0.10	0.13	0.02	-0.02	-0.06
	US High Yield	LF98TRUU Index	USD	7.5	0.77	0.76	0.61	0.57	0.48
	EU High Yield	LP02TREU Index	EUR	6.3	0.72	0.68	0.66	0.57	0.54
	EM Debt (HC)	JPGCCOMP Index	USD	8.2	0.63	0.60	0.57	0.53	0.38

La performance passata di un determinato strumento finanziario o indice, o di un servizio o strategia di investimento, così come le simulazioni di performance passate o le previsioni di performance future, non sono indicative di rendimenti futuri.

Fonte: Bloomberg, Candriam, stime al 31/08/2024.

EM Equities							
1.00							
-0.01	US Treasuries						
0.10	1.00						
0.36	0.70	EMU Treasuries					
0.06	0.72	1.00					
0.63	0.72	0.60	US Investment Grade				
0.61	0.12	0.26	1.00				
0.62	0.05	0.27	0.61	EU Investment Grade			
	0.37	0.41	0.66	1.00			
			0.25	0.26	US High Yield		
			0.63	0.25	1.00		
			0.75	0.39	0.86	EU High Yield	
					0.79	1.00	
						0.76	EM Debt (HC)
							1.00

VI. Previsioni di rendimento - Tabella completas.

	Indice di riferimento	Codice dell'indice di riferimento	Valuta	Rend. att. a 5 anni	Rend. att. a 10 anni	Volatilità attesa (*)
Azioni Mercati Sviluppati	MSCI Daily TR Net World Local	NDDLWI Index	LOC	6,3	6,4	15,5
USA	MSCI Daily TR Net USA Local	NDDLUS Index	USD	6,1	6,3	17,1
UEM	MSCI Daily TR Net EMU Local	NDDLEMU Index	EUR	7,6	7,2	18,5
Regno Unito	MSCI Daily TR Net UK Local	NDDLUK Index	GBP	7,3	7,6	15,5
Giappone	MSCI Daily TR Net Japan Local	NDDLJN Index	JPY	5,5	5,3	18,6
Azioni Mercati Emergenti	MSCI Daily TR Net Emerging Markets Local	NDLEEGF Index	LOC	8,5	8,1	17,5
Titoli di Stato						
Treasury USA	Bloomberg US Treasury Total Return Unhedged USD	LUATTRUU Index	USD	4,7	4,2	4,6
Treasury UEM	Bloomberg EuroAgg Treasury Total Return Index Value Unhedged EUR	LEATTREU Index	EUR	3,3	3,0	5,2
Obbligazioni corporate						
Investment Grade USA	Bloomberg US Corporate Total Return Value Unhedged USD	LUACTRUU Index	USD	5,1	4,8	6,9
Investment Grade UE	Bloomberg Euro Aggregate Total Return Index Unhedged EUR	LEACTREU Index	EUR	3,3	3,0	4,3
High Yield USA	Bloomberg US Corporate High Yield Total Return Index Value Unhedged USD	LF98TRUU Index	USD	5,3	5,5	7,5
High Yield UE	Bloomberg Pan-European High Yield (Euro) TR Index Value Unhedged EUR	LP02TREU Index	EUR	4,2	4,5	6,3
Debito Mercati emergenti (Hard Currency)	J.P. Morgan EMBI Global Diversified Composite Index	JPGCCOMP Index	USD	6,6	6,6	8,2

(*) Volatilità attesa = volatilità storica a 10 anni

Fonte: Candriam, stime al 31/08/2024.

Note e

Note e riferimenti.

- 1** R. Ibbotson and P. Chen "Long-Run Stock Returns: Participating in the Real Economy" (2003)
- 2** M. Gordon, "The Investment, Financing, and Valuation of the Corporation" (1962)
- 3** E. Fama and K. French, "Business conditions and expected returns on stocks and bonds" (1989)
- 4** J. Cochrane, "Asset Pricing" (2001)
- 5** A. Ilmanen, "Expected returns on major asset classes" (2012)
- 6** R. Grinold and K. Kroner, "The Equity Risk Premium: Analysing the Long-Run Prospects for the Stock Market" (2002)
- 7** J. Campbell, and R. Shiller, "Valuation ratios and the long-run stock market outlook" (1998)
- 8** R. Arnott, D. Chaves, and T. Chow, "King of the Mountain: The Shiller P/E and Macroeconomic Conditions" (2015)
- 9** J. Bogle and M. Nolan "Occam's Razor Redux: Establishing Reasonable Expectations for Financial Market Returns" (2015)
- 10** A. Ilmanen, "Expected Returns: An Investor's Guide to Harvesting Market Rewards" (2011)



149 mld di €

di AUM a fine
giugno 2024*



+600

professionisti
esperti



+25 anni

in prima linea negli
investimenti sostenibili

Questa è una comunicazione di marketing. Il presente documento viene fornito a scopo esclusivamente informativo non costituisce un'offerta per l'acquisto o la vendita di strumenti finanziari, né rappresenta un consiglio di investimento o una conferma di transazione di alcun genere. Sebbene Candriam selezioni attentamente le fonti e i dati contenuti in questo documento, non si può escludere a priori la presenza di eventuali errori od omissioni. Candriam non può essere considerata responsabile per eventuali danni diretti o indiretti derivanti dall'uso del presente documento. I diritti di proprietà intellettuale di Candriam devono essere sempre rispettati e il contenuto del presente documento non può essere riprodotto senza previa approvazione scritta.

Attenzione: i risultati passati di uno strumento finanziario o indice, o di un servizio o di una strategia di investimento, ovvero le simulazioni di risultati passati, o le previsioni di risultati futuri non costituiscono indicatori affidabili dei risultati futuri. Le performance lorde possono essere influenzate da commissioni, oneri e altre spese. Le performance espresse in una valuta diversa da quella del paese di residenza dell'investitore sono soggette alle fluttuazioni del tasso di cambio, con un impatto negativo o positivo sui guadagni. Nel caso in cui il presente documento si riferisce a un trattamento fiscale specifico, tali informazioni dipenderebbero dalla singola situazione di ciascun investitore e potrebbero subire variazioni.

Il rischio di perdita del capitale è a carico dell'investitore.

Informazioni sugli aspetti legati alla sostenibilità: le informazioni sugli aspetti legati alla sostenibilità contenute nella presente comunicazione sono disponibili sulla pagina web di Candriam <https://www.candriam.com/en/professional/sfdr/>.

*Dal 31/12/2022, Candriam ha modificato la metodologia di calcolo degli asset in gestione (AUM) e gli AUM includono ora alcune attività, come gli AUM non discrezionali, la selezione di fondi esterni, i servizi di overlay, compresi i servizi di screening ESG, i servizi di [advisory], i servizi di white labeling e i servizi di fornitura di portafogli modello che non si qualificano come asset in gestione regolamentari, come definiti nel Form ADV della SEC. Gli AUM sono riportati in USD. Gli AUM non denominati in USD sono convertiti al tasso spot al 30/06/2024.



CANDRIAM. INVESTIRE PER DOMANI.

WWW.CANDRIAM.COM

CANDRIAM 
A NEW YORK LIFE INVESTMENTS COMPANY