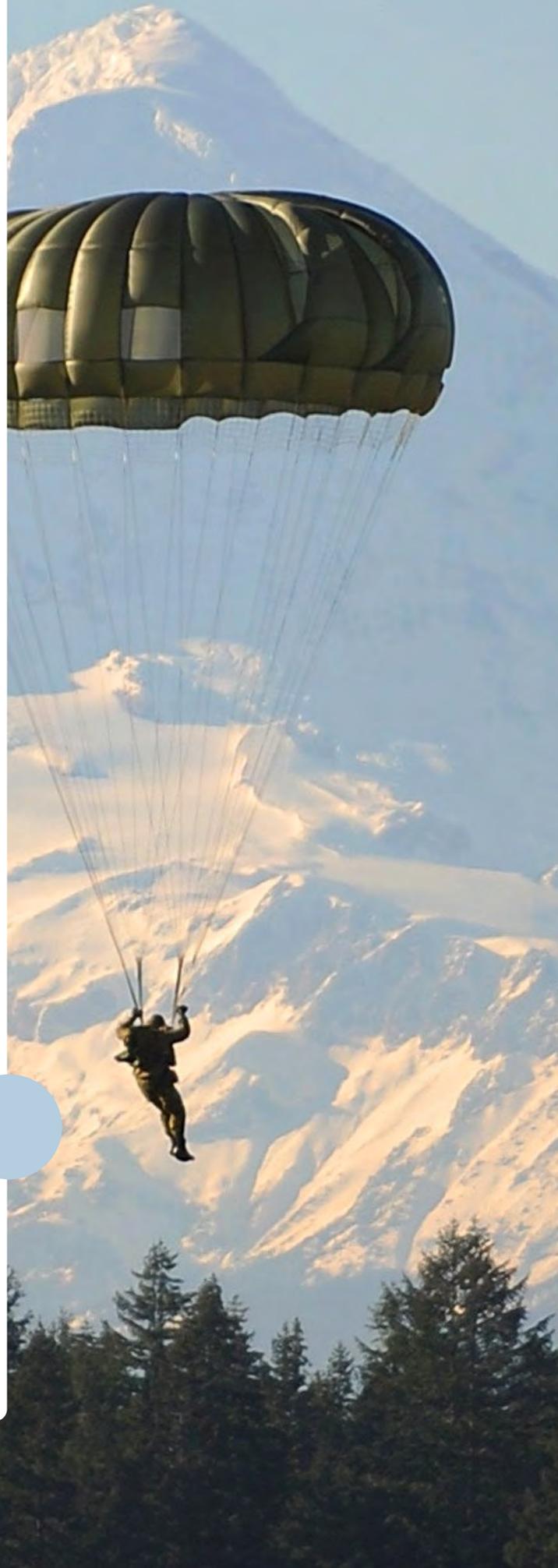


# L'atterraggio sembra riuscito... ma la buona notizia è già ampiamente anticipata



**LUGLIO 2023**

Comunicazione di marketing





## Nadège Dufossé

Global Head of Multi-Asset



## Thibaut Dorlet

Senior Multi-Asset Portfolio Manager



## Thibaud Marie-Regnault

Economist

- Su entrambe le sponde dell'Atlantico, la recessione dovrebbe essere evitata, ma la crescita rimarrà debole.
- L'inflazione core si attenuerà gradualmente, ma le banche centrali dovrebbero tenere il piede sul freno.
- Le azioni hanno già integrato questo scenario di "atterraggio morbido", lasciando poco spazio per ulteriori rimbalzi.
- Esistono interessanti alternative alle azioni che offrono il carry, in particolare sul credito di qualità europeo o sul debito dei paesi emergenti.
- Per coprire i rischi, privilegiamo lo JPY e l'oro.



# Percezioni

## Prospettive economiche: crescita debole, inflazione in calo.

La crescita globale dovrebbe essere relativamente debole nel 2023 e aumentare solo leggermente nel 2024. Mentre l'Asia emergente è un'eccezione con una crescita relativamente sostenuta quest'anno, nella maggior parte delle altre regioni l'attività rimane debole. Né gli Stati Uniti né l'Eurozona dovrebbero tuttavia vivere una

recessione nei prossimi trimestri. Nella maggior parte delle economie, l'inflazione dovrebbe continuare a scendere. Ma il persistere dell'inflazione core e delle tensioni sui mercati del lavoro nelle regioni sviluppate dovrebbe indurre le banche centrali a mantenere una politica restrittiva per diversi trimestri.

## Cina: ripresa dell'attività ma permangono pressioni deflazionistiche

L'abbandono della politica zero covid ha consentito un netto rimbalzo dell'attività nel primo trimestre. Finora, frenato dalle misure sanitarie, il settore dei servizi ha particolarmente beneficiato della riapertura dell'economia cinese. Questa tendenza dovrebbe continuare e nonostante una minore attività nell'industria manifatturiera e l'apparente indebolimento nel settore dei servizi dalla primavera, la crescita dovrebbe essere mediamente elevata nel 2023. Oltre a ciò, il mantenimento di un tasso di

crescita sostenuto è tutt'altro che garantito. La carente fiducia delle famiglie e l'elevato tasso di disoccupazione giovanile sono tutti ostacoli a una ripresa duratura della spesa per consumi. Infine, mentre le misure di sostegno assunte dalle autorità hanno stabilizzato il mercato immobiliare, i suoi margini di manovra, in particolare di bilancio, si riducono costantemente: il peso del debito pubblico sul PIL è oggi lo stesso in Cina e negli Stati Uniti!

# Stati Uniti: l'aereo è atterrato ma viaggiava ancora troppo veloce

Il freno applicato dalla Federal Reserve ha determinato un brusco rallentamento dell'attività. Gli investimenti residenziali, in particolare, hanno subito una rapida contrazione. Il sistema bancario ha vacillato. Eppure, l'economia americana ha, per il momento, evitato la recessione! Il surplus di risparmio accumulato durante la pandemia e un mercato del lavoro ancora dinamico hanno infatti sostenuto i consumi delle famiglie. Nei prossimi trimestri la stabilizzazione degli investimenti residenziali, il buon andamento dei consumi ma anche il dinamismo degli investimenti in costruzioni nel settore manifatturiero dovrebbero continuare a fornire le basi per la crescita e contribuire ad evitare una recessione.

Per riportare l'inflazione su livelli vicini al suo obiettivo, la Federal Reserve dovrà fare in modo che l'attività non acceleri nuovamente nei prossimi trimestri.

Certo, i segnali di disinflazione si stanno moltiplicando – l'inflazione dei beni è diminuita bruscamente, gli affitti stanno rallentando e anche i salari – ma la creazione di posti di lavoro è rimasta sorprendentemente alta anche se il mercato del lavoro si sta solo lentamente allentando. Dopo essersi concessa un po' di tempo per valutare l'effetto dei 500 punti base di aumento dei tassi di interesse da marzo 2022, la Federal Reserve adeguerà la sua politica monetaria ai prossimi dati economici: se giudicherà l'attività essere troppo rapida, potrebbe aumentare ulteriormente i tassi, ... dal momento che le tensioni bancarie sembrano essersi allentate. Soprattutto, non c'è motivo di allentare la politica monetaria finché i salari e l'inflazione non avranno decelerato.

## Zona euro: a bassa velocità

Dopo la recessione "tecnica" di inizio anno, l'attività europea dovrebbe tornare a un ritmo di crescita moderato. I prezzi del gas naturale sono tornati su livelli prossimi a quelli osservati prima della guerra in Ucraina e lo shock sul potere d'acquisto sta per essere assorbito. Certo, l'inflazione di fondo stenta a rallentare, ma la normalizzazione delle filiere produttive e il calo delle bollette energetiche dovrebbero contribuire a questo. In un contesto di mercato del lavoro ancora teso, il reddito reale delle famiglie dovrebbe aumentare ancora nella seconda parte del 2023, alimentando una moderata crescita

dei consumi. Quest'ultimo sarebbe sostenuto anche dalla progressiva inversione di tendenza dell'eccesso di risparmio delle famiglie.

In assenza di chiari segnali di disinflazione e con i salari che continuano a crescere a ritmi sostenuti, la Banca Centrale Europea dovrebbe mantenere una politica monetaria restrittiva per evitare la formazione di un circolo vizioso prezzi-salari. Allo stesso tempo, i governi dovrebbero aiutarla nel suo compito riequilibrando gradualmente le loro finanze pubbliche.

A photograph of a pelican in flight over a body of water. The bird is captured in mid-flight, with its wings spread wide, creating a large splash of water. The background is a dark, textured sky. The text is overlaid on the bottom left of the image.

**Su entrambe le sponde  
dell'Atlantico, la  
recessione dovrebbe  
essere evitata, ma la  
crescita rimarrà debole.**



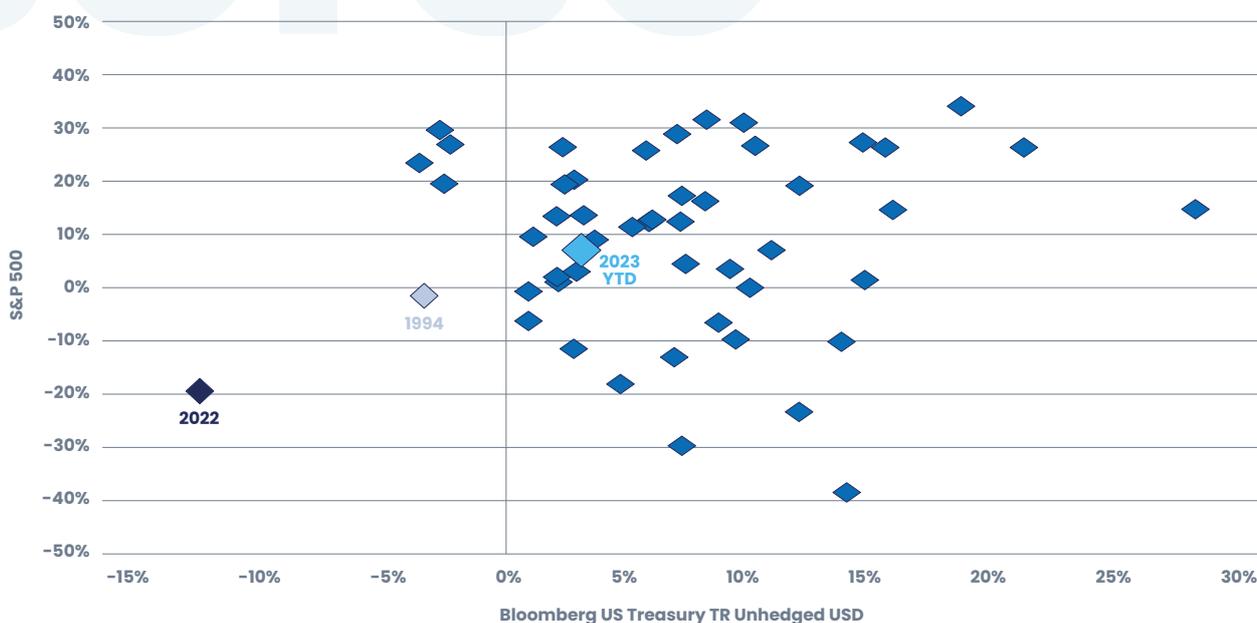
# Asset allocation: esistono alternative meno rischiose alle azioni.

Il mix crescita/inflazione più favorevole del previsto ha sostenuto i mercati nel primo semestre. I mercati finanziari stanno ora integrando uno scenario di "atterraggio morbido". Riteniamo che per la seconda parte dell'anno il rischio sia più asimmetrico al ribasso. Nelle economie dei paesi sviluppati continueranno a diffondersi politiche

monetarie restrittive e la decelerazione dell'inflazione dovrebbe essere solo graduale. Adottiamo un giudizio prudente sulle azioni dei paesi sviluppati e privilegiamo le azioni emergenti. Ci posizioniamo sui carry asset che più probabilmente beneficeranno del ciclo in corso, come il credito di alta qualità in Europa o il debito dei paesi emergenti.

## Grafico 1:

Rendimento tra azioni statunitensi e obbligazioni



La performance passata non è un indicatore affidabile della performance futura. I mercati potrebbero evolversi in modo molto diverso in futuro.

Fonti: Bloomberg, Datastream, Candriam

# Obbligazioni: sfruttare la diversificazione e il carry

Gli investitori potrebbero essere stati positivamente sorpresi nel primo semestre poiché il sentiment era estremamente negativo alla fine del 2022. Dopo il rally di questo primo semestre<sup>1</sup>, il sentiment è ora molto più positivo, con il consensus che ora prevede un "atterraggio morbido" per l'economia statunitense e nessun aumento dell'inflazione nei prossimi mesi. Ci sembra che il rischio oggi sia molto più asimmetrico al ribasso. Le sorprese positive possono lasciare il posto a delusioni: tassi terminali più elevati da parte della Fed e/o della BCE, decelerazione più forte nelle economie sviluppate, inflazione di fondo più resiliente del previsto... Siamo quindi più cauti sulle azioni dei paesi sviluppati e ci stiamo posizionando per una decelerazione economica privilegiando i settori difensivi (sanità, consumi non ciclici). In questo contesto, privilegiamo i titoli di Stato e il credito di alta qualità, fonti di carry. Scegliamo inoltre di rimanere esposti ai paesi emergenti (debito e azioni) per beneficiare della desincronizzazione del loro ciclo.

**Sul mercato obbligazionario, l'asset class sta riguadagnando il suo pedigree con un ritorno alla diversificazione e al carry. Adottiamo una propensione alla long duration e sovrappesiamo il credito di alta qualità in Europa, che offre un interessante profilo di rischio/rendimento. Stiamo approfittando di un contesto di banche centrali più accomodanti nei paesi emergenti per sovrappesare il loro debito in valuta locale.**

Con una crescita più lenta prevista e un graduale calo dell'inflazione entro la fine del 2024, il calo dei tassi di interesse dovrebbe diventare più pronunciato, spingendoci ad avere una propensione alla long duration nei portafogli. In questa fase, privilegiamo la duration USA dato il relativo vantaggio nel ciclo di inasprimento monetario. Aspettiamo di essere più vicini alla fine del ciclo di inasprimento monetario europeo per aggiungere duration anche a questa regione.

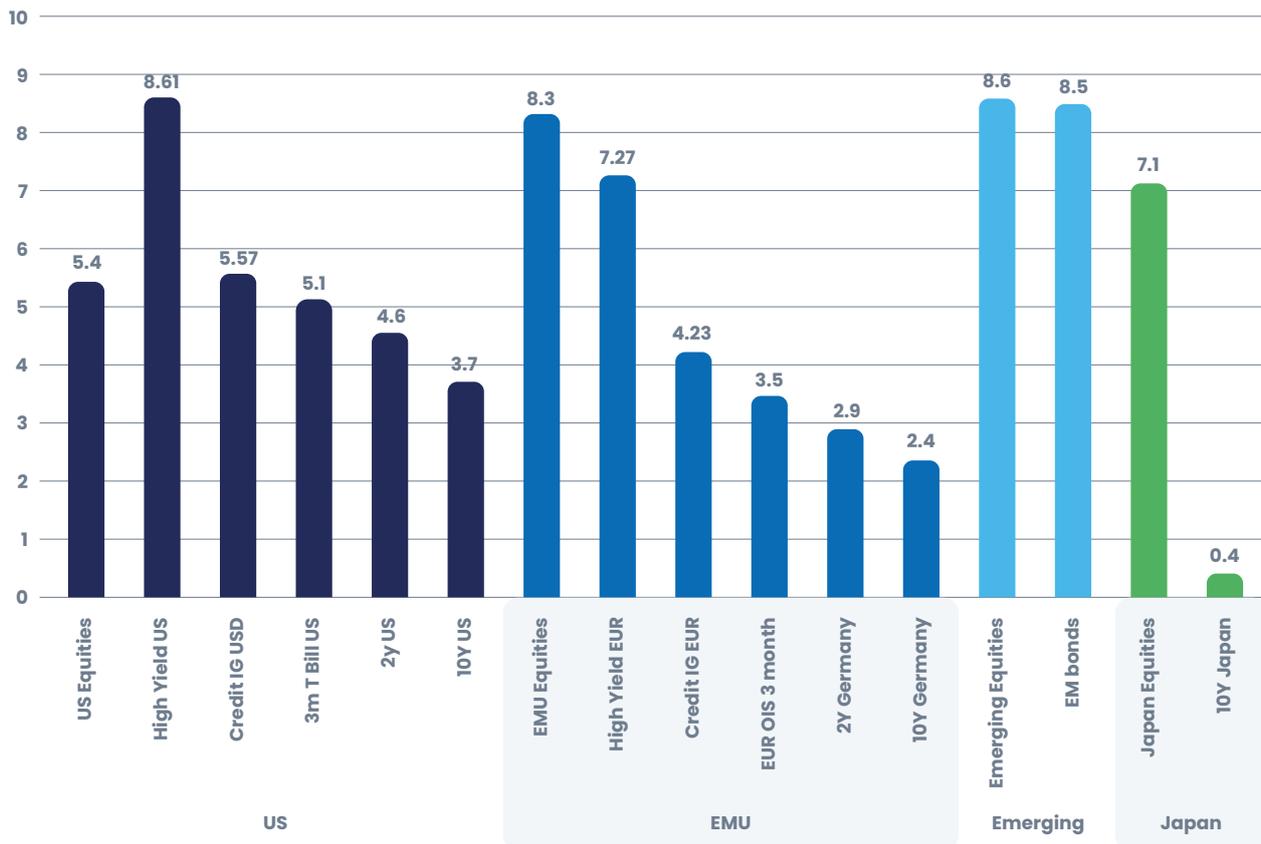
Nonostante la compressione degli spread nel 2023<sup>2</sup>, il mercato del credito offre livelli di rendimento interessanti. Siamo positivi sul credito di alta qualità, in particolare sul credito europeo, che offre un rapporto rendimento/rischio particolarmente favorevole.

1 - +14% per le azioni globali - MSCI World al 22/06/2023.

2 - -30% per il credito IG europeo, -21% per il credito IG USA rispetto agli spread al 30 dicembre 2022 - dati al 22/06/2023

**Grafico 2:**

Rendimenti tra asset (%)



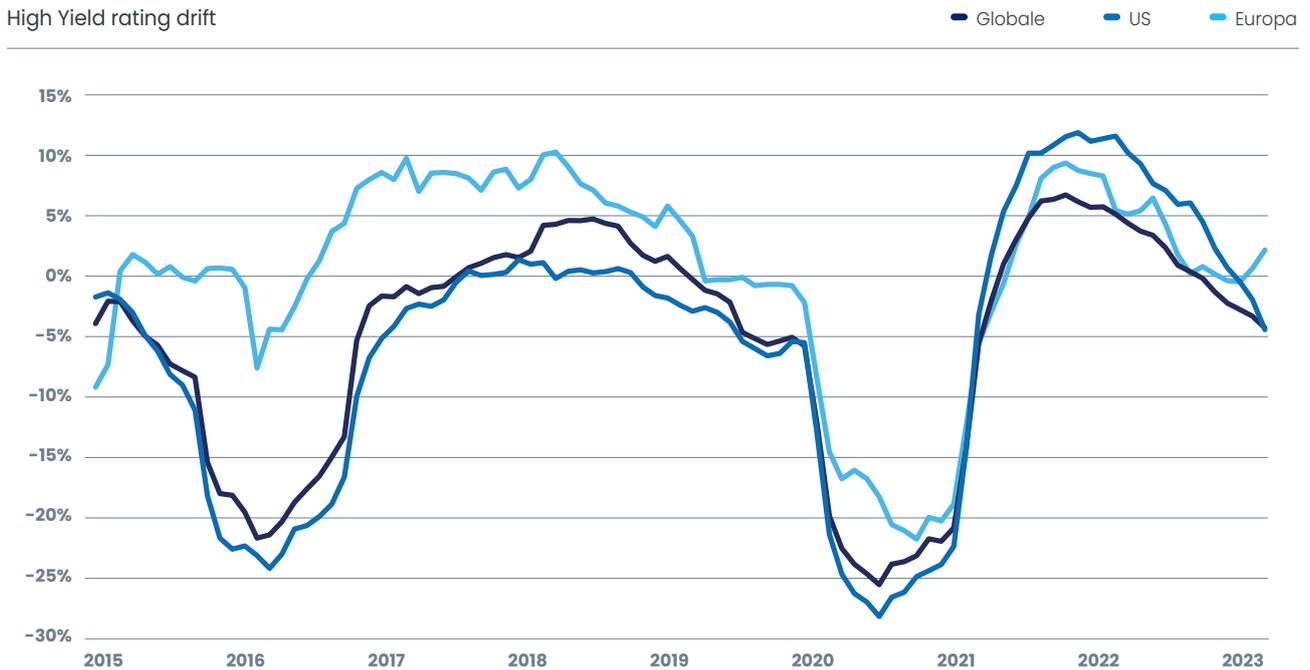
La performance passata non è un indicatore affidabile della performance futura. I mercati potrebbero evolversi in modo molto diverso in futuro.

Fonte: Bloomberg – Dati al 31/05/2023

Rimaniamo invece neutrali sulla parte del credito high yield, che presenta un rendimento interessante ma le cui dinamiche di declassamento del rating in un contesto di inasprimento delle condizioni creditizie potrebbero pesare sull'asset class.

### Grafico 3:

High Yield rating drift



La performance passata non è un indicatore affidabile della performance futura. I mercati potrebbero evolversi in modo molto diverso in futuro.

Fonti: Moody's, Candriam

Privilegiamo le obbligazioni emergenti che offrono un carry elevato e dovrebbero beneficiare di un ambiente accomodante della banca centrale dato il calo dell'inflazione nei paesi emergenti. Un dollaro più debole sarebbe anche un catalizzatore positivo. Sovrappesiamo questa asset class tramite la valuta locale.

### Grafico 4:

Valuta locale: rendimenti e spread superiori a 1 DS



La performance passata non è un indicatore affidabile della performance futura. I mercati potrebbero evolversi in modo molto diverso in futuro.

Fonti: Bloomberg, Datastream, Candriam

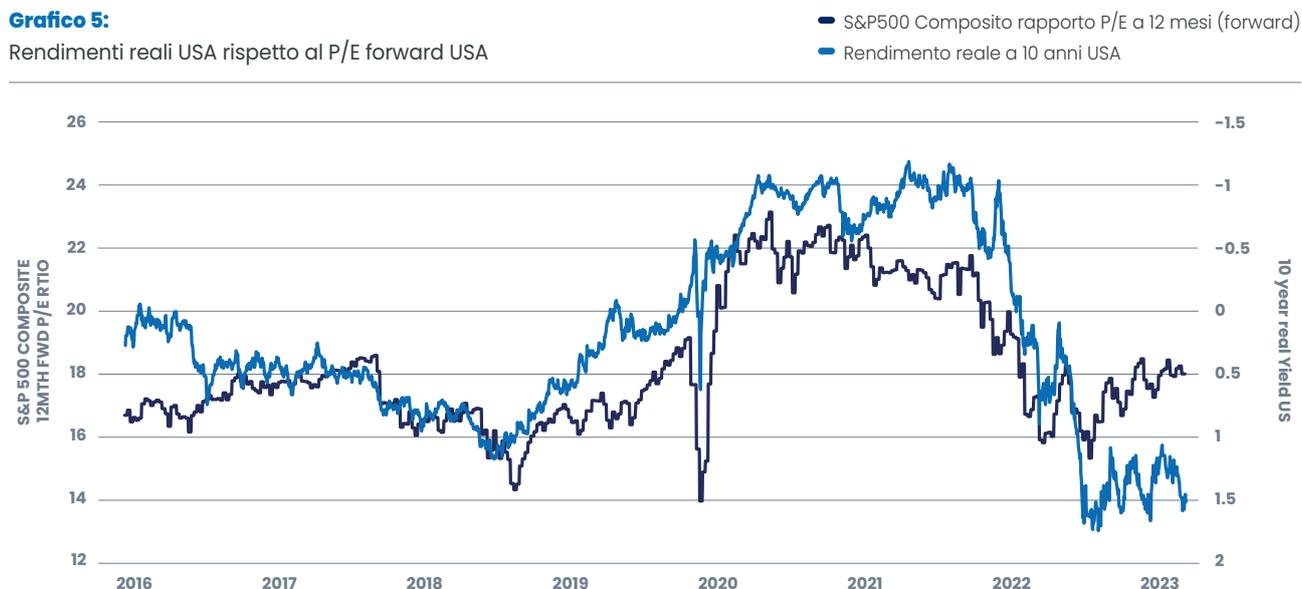
# Azioni: il meglio sembra già integrato

**Sulle azioni, nonostante le condizioni economiche relativamente favorevoli (economy soft landing), il mercato sembra trovarsi in un tunnel con un limitato potenziale di rialzo. Siamo sovrappesati sui mercati emergenti, neutrali sugli Stati Uniti e sottopesati sull'Eurozona.**

Stiamo assumendo una posizione neutrale sulle azioni. Infatti, nonostante una previsione positiva di mix crescita/inflazione per il 2023 e il 2024, il rimbalzo del mercato osservato nei paesi sviluppati ci sembra già tenere conto di questa buona notizia. Le valutazioni sono relativamente alte, in particolare per gli Stati Uniti, la cui valutazione è nell'87 esimo percentile su una storia di 20 anni<sup>3</sup>, non al passo con il livello previsto data l'attuale inflazione e il livello dei tassi di interesse reali. Inoltre, la crescita degli utili prevista negli Stati Uniti e in Europa include già le nostre aspettative di crescita economica positiva per il 2023 e il 2024 e lascia poco margine di sicurezza.

## Grafico 5:

Rendimenti reali USA rispetto al P/E forward USA



La performance passata non è un indicatore affidabile della performance futura. I mercati potrebbero evolversi in modo molto diverso in futuro.

Fonti: Bloomberg, Datastream, Candriam

3 - Fonti: Bloomberg, Candriam

Il potenziale di upside ci appare quindi limitato in assenza di una nuova accelerazione nella crescita, mentre permangono numerose incertezze.

Negli Stati Uniti i margini sono attesi in aumento per i prossimi mesi anche se il rallentamento dell'inflazione in un contesto di mercato del lavoro ancora teso sembra frenare l'espansione dei margini. Inoltre, il marcato calo degli indicatori anticipatori del credito induce alla prudenza riguardo alle aspettative di utili positivi nei prossimi mesi.

#### Grafico 6:

Crescita dell'utile per azione negli Stati Uniti vs al sondaggio tra Senior Loan Officer

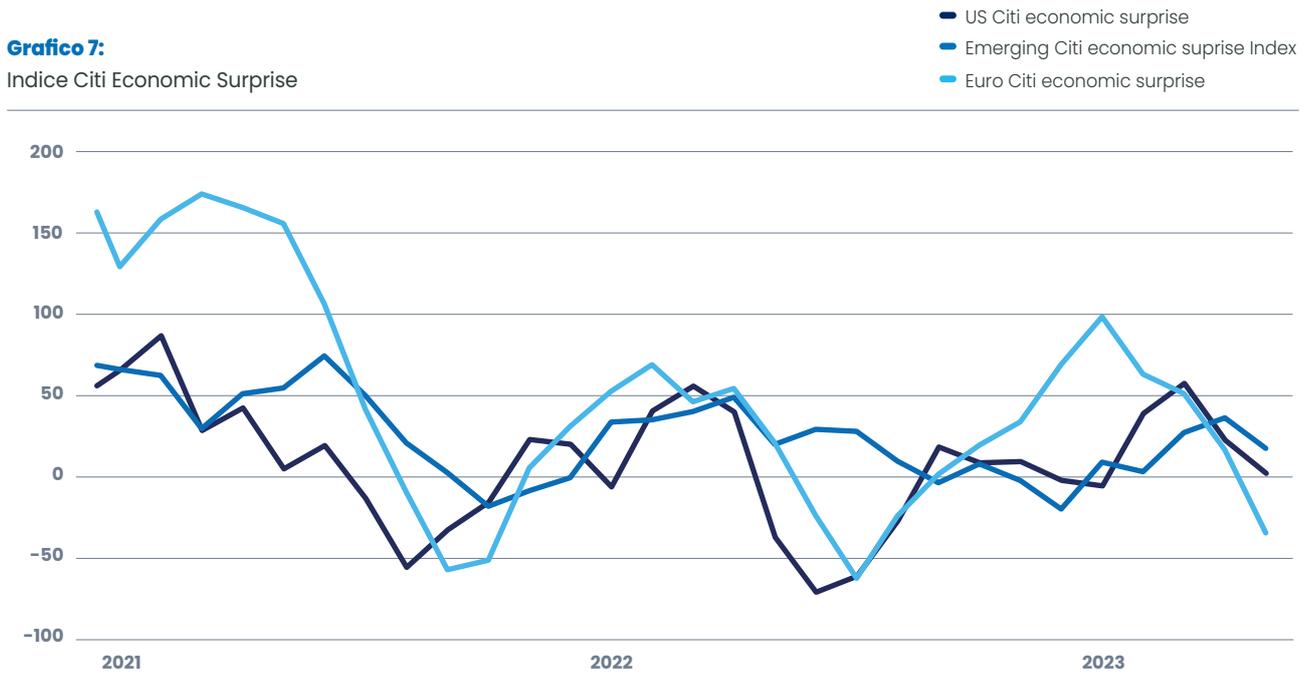


Fonti: Bloomberg, Datastream, Candriam

In Europa i rischi per la crescita sembrano essere al ribasso. La regione ha beneficiato di un contesto particolarmente favorevole nella prima metà dell'anno legato al calo dei prezzi del gas, alla riapertura della Cina e ad una relativa riduzione dei rischi geopolitici, consentendo agli indici europei di posizionarsi tra le regioni con la migliore performance in euro da inizio anno. Questi eventi non saranno più un supporto così forte nella seconda parte dell'anno, mentre il perdurare dell'inflazione potrebbe costringere la BCE a continuare ad alzare i tassi, impattando sulle condizioni del credito e quindi sull'economia europea.

**Grafico 7:**

Indice Citi Economic Surprise



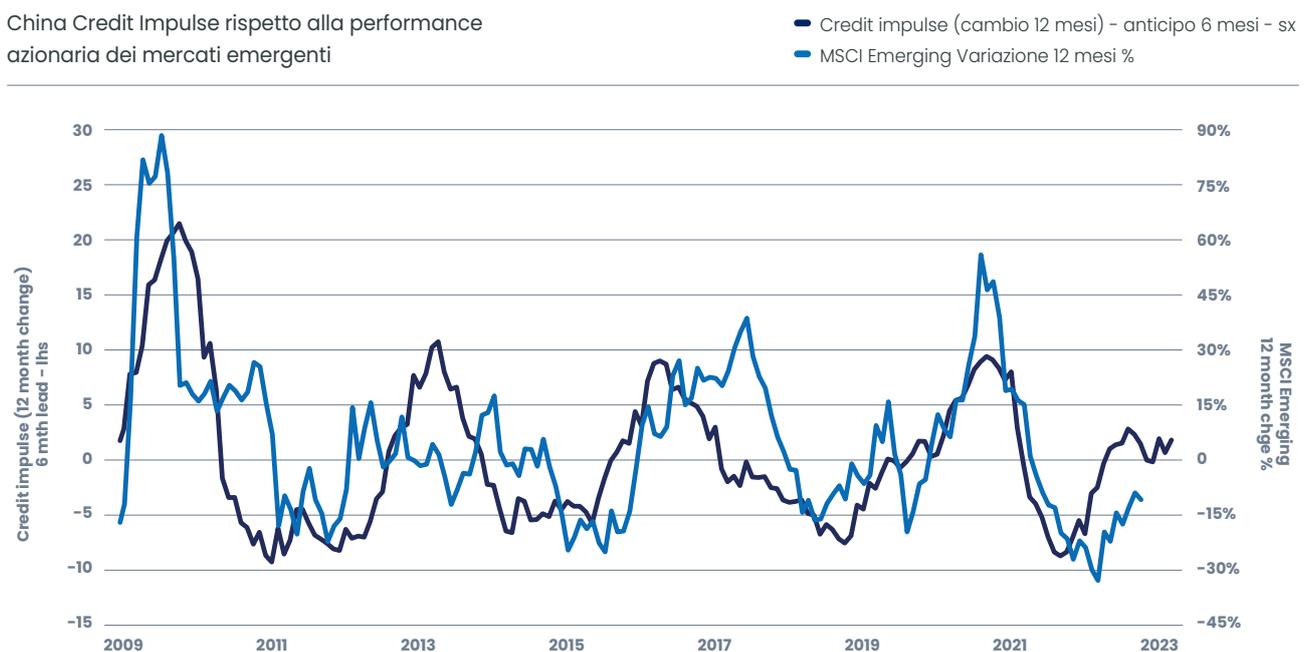
Fonti: Bloomberg, Datastream, Candriam

Nei paesi emergenti la situazione ci sembra relativamente più favorevole. Dato il calo sostenuto dei dati sull'inflazione e un ciclo di inasprimento monetario iniziato prima nelle banche centrali dei paesi sviluppati, le condizioni finanziarie dovrebbero essere più favorevoli. Inoltre, date le

nostre aspettative di un dollaro USA più debole, la zona dovrebbe subire un impatto positivo. Infine, sebbene al momento la riapertura della Cina sia deludente, non escludiamo che un sostegno monetario e/o fiscale più massiccio possa sostenere la regione.

**Grafico 8:**

China Credit Impulse rispetto alla performance azionaria dei mercati emergenti



La performance passata non è un indicatore affidabile della performance futura. I mercati potrebbero evolversi in modo molto diverso in futuro.

Fonti: Bloomberg, Datastream, Candriam

# Tuttavia, alcuni temi rimangono promettenti

**Dato il rallentamento dell'economia, stiamo sovrappesando i titoli difensivi di qualità come la sanità e i consumi di base. Sovrappesiamo anche temi a lungo termine come la transizione energetica e l'automazione.**

Nonostante il deterioramento degli indicatori di attività, in particolare nel settore manifatturiero, i titoli ciclici hanno sovraperformato i titoli difensivi (vedi grafico sotto), anticipando una riaccelerazione dell'attività, che non è il nostro scenario centrale.

Allo stesso tempo, ci sembra che i titoli difensivi e di qualità siano maggiormente in grado di resistere a

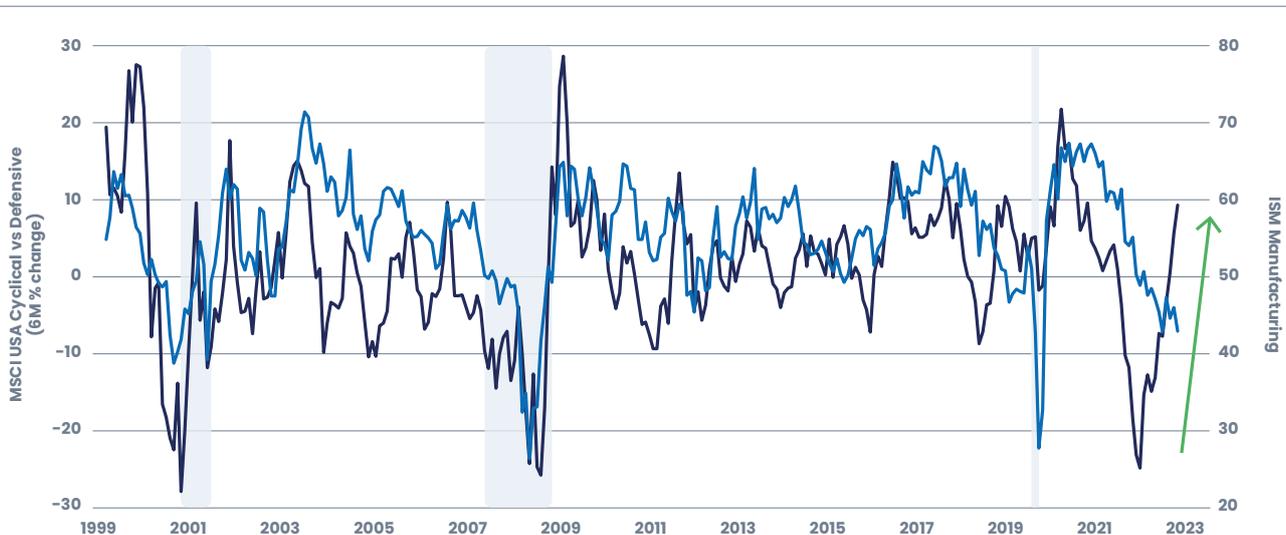
un ciclo al ribasso associato a un'inflazione persistente e per il quale il potere di determinazione dei prezzi delle imprese sarà essenziale.

Privilegiamo anche temi a lungo termine orientati alla transizione energetica e all'automazione. Queste stock dovrebbero essere meno influenzate dai cicli economici e beneficiare delle questioni geopolitiche strutturali relative alla riduzione dei nostri impatti ambientali, alla necessità di rimpatriare alcune attività che contribuiscono alla sovranità degli Stati e allo sviluppo dell'intelligenza artificiale.

## Grafico 9:

Nuovi ordini nel settore manifatturiero vs US Cyclical & Defensive

■ MSCI USA Ciclico vs Difensivo (variazione del 6M%)  
■ ISM-Manifattura ■ Recessione



La performance passata non è un indicatore affidabile della performance futura. I mercati potrebbero evolversi in modo molto diverso in futuro.

©MSCI. Tutti i diritti riservati

Fonti: Bloomberg, Datastream, Candriam

# Oro e Yen come porti sicuri

**La fine del ciclo di inasprimento monetario della Federal Reserve ci incoraggia a posizionarci su valute diverse dal dollaro USA. Siamo inoltre positivi sullo yen giapponese e sull'oro, che offrono una copertura in caso di ritorno dello stress sui mercati.**

Con la fine della stretta monetaria statunitense e una crescita relativa inferiore a quella dell'Europa e dei paesi emergenti nel 2024, privilegiamo le valute diverse dal dollaro USA nel portafoglio e in particolare le valute emergenti attraverso la nostra esposizione al debito emergente locale.

Siamo inoltre posizionati su beni rifugio come l'oro e lo yen. Quest'ultima potrebbe anche beneficiare della possibile fine del processo di controllo della curva dei rendimenti da parte della BOJ visti i dati sull'inflazione recentemente superiori agli obiettivi della banca centrale giapponese.

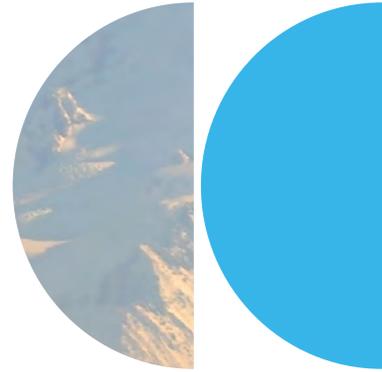
## Grafico 10:

Rendimenti reali USA a 10 anni rispetto all'oro (variazione di 6 milioni)

■ 6 milioni di variazione % di lingotti d'oro LBM \$/t oz DELAY (a destra)  
■ 6M cambio effettivo di US TIPS - CONST MAT 10 YEAR



La performance passata non è un indicatore affidabile della performance futura. I mercati potrebbero evolversi in modo molto diverso in futuro.



**Con una crescita debole ma positiva che evita la recessione su entrambe le sponde dell'Atlantico e l'inflazione sottostante che si allenta solo gradualmente, le banche centrali dovranno tenere il piede sul freno nella seconda metà dell'anno.**

**I mercati finanziari stanno già scontando questo positivo scenario di "soft landing", giustificando la buona performance da inizio anno. Le sorprese positive saranno probabilmente più rare durante la seconda metà dell'anno, giustificando una certa cautela sugli asset rischiosi.**

**Ci posizioniamo sui carry asset che più probabilmente beneficeranno del ciclo in corso, come il credito di alta qualità europeo o il debito dei paesi emergenti. Siamo prudenti sulle azioni e privilegiamo le azioni emergenti a scapito delle azioni europee, copriamo il rischio dei nostri portafogli posizionandoci su JPY e oro.**



**139 Mld di €**

di attivi in gestione  
Dicembre 2022\*



**600**

esperti al  
vostro servizio



**+25 anni**

Aprendo la strada  
agli investimenti

**Questo documento viene fornito solo a scopo informativo ed educativo** e può contenere opinioni di Candriam e informazioni proprietarie. Non costituisce un'offerta di acquisto o vendita di strumenti finanziari, né un consiglio di investimento e non conferma alcuna transazione, salvo espresso accordo contrario. Sebbene Candriam selezioni accuratamente i dati e le fonti di cui si avvale, omissioni ed errori non possono essere esclusi a priori. Candriam non può essere ritenuta responsabile di danni diretti o indiretti derivanti dall'utilizzo del presente documento. I diritti di proprietà intellettuale di Candriam devono essere sempre rispettati; il contenuto di questo documento non può essere riprodotto senza previo consenso scritto.

\*A partire dal 31/12/2022, Candriam ha modificato la metodologia di calcolo degli Assets Under Management (AUM) e gli AUM includono ora alcune attività, come AUM non discrezionali, selezione di fondi esterni, servizi di overlay, compresi i servizi di screening ESG, advisory consulting, servizi di white labeling e servizi di fornitura di portafogli modello che non si qualificano come Assets Under Management regolamentari, come definiti nel Form ADV della SEC. Gli AUM sono espressi in USD. Gli AUM non denominati in USD sono convertiti al tasso di cambio del 31/12/2022.



**CANDRIAM. INVESTIRE PER IL DOMANI.**  
**WWW.CANDRIAM.COM**

**CANDRIAM**   
A NEW YORK LIFE INVESTMENTS COMPANY