

L'inverno sta arrivando...



SETTEMBRE 2023

Comunicazione di marketing



Nadège Dufossé

Global Head of Multi-Asset



Florence Pisani

Global Head of Economic
Research

Riusciranno le banche centrali dei paesi sviluppati a riportare l'inflazione verso il target del 2% entro la fine del 2024... senza provocare una recessione? La Cina può ancora evitare di entrare in deflazione? Dopo alcuni mesi di calma, l'aumento dei prezzi del petrolio e dei prodotti agricoli non rischia di complicare ulteriormente il compito delle banche centrali?



Prospettive economiche: crescita debole.

La crescita globale continua... a ritmi bassi: l'aumento previsto del Pil del 3% nel 2023 come nel 2024 è significativamente inferiore al 3,7% osservato in media negli anni 2004-2019. Il divario è in gran parte spiegato dal rallentamento delle economie emergenti e in particolare della Cina.

In Cina, le forze deflazionistiche saranno difficili da contrastare

Di fronte alle difficoltà dei colossi immobiliari e alla debole domanda delle famiglie, la risposta di Pechino è rimasta finora timida: i requisiti contributivi personali per l'acquisto di abitazioni sono stati leggermente ridotti, le autorità hanno anche chiesto alle banche di accelerare il rifinanziamento dei mutui ipotecari esistenti, e il governo ha annunciato un aumento delle detrazioni fiscali (per l'istruzione,

l'assistenza all'infanzia, ecc.). Tuttavia, il sostegno fornito da queste misure sarà probabilmente limitato: con la fiducia delle famiglie ancora debole, queste rischiano soprattutto di alimentare un risparmio già troppo abbondante. L'attività non tornerà al tasso di crescita pre-pandemia: le forze deflazionistiche che la Cina dovrà affrontare saranno difficili da contrastare.

Gli Stati Uniti, sulla buona strada per riuscire nella loro scommessa?


L'economia americana continua a sfidare le Cassandra. All'inizio del 2023 molti pensavano che la scommessa della Fed fosse persa in anticipo. Non solo gli atterraggi morbidi sono stati relativamente infrequenti negli ultimi decenni, ma la decelerazione dei salari necessaria per consentire all'inflazione di ritornare al target della banca centrale poteva avvenire solo attraverso un forte aumento del tasso di disoccupazione. L'inasprimento di 425 punti base della banca centrale avviato da marzo 2022 aveva quindi lo scopo di provocare la recessione "necessaria" per contrastare le pressioni inflazionistiche. Nove mesi dopo e dopo ulteriori 100 punti base di aumento, la crescita è ancora solida (circa il 2% annuo nel secondo trimestre e senza dubbio più del 2% nel terzo), in un anno l'inflazione è

scesa dall'8,5% a poco più del 3% lo scorso luglio, la creazione di posti di lavoro ha subito un notevole rallentamento (da oltre 400.000 a 150.000 al mese) e i salari sono scesi dal 6,5% su base annua al 4,5%. Naturalmente la Federal Reserve non ha ancora vinto la sua scommessa, ma sembra essere sulla strada giusta, soprattutto perché si prevede un calo della crescita verso la fine dell'anno. I consumi delle famiglie, sostenuti dagli effetti eccezionali dell'estate (uscita di "Barbenheimer" e tournée di Taylor Swift e Beyoncé!), dovrebbero infatti rallentare. In questo contesto, la Federal Reserve dovrebbe smettere di aumentare i tassi ma mantenerli su livelli elevati per molti altri mesi, fino a quando l'allentamento del mercato del lavoro non sarà confermato e l'inflazione si avvicinerà chiaramente al suo obiettivo del 2%.

Zona euro: crescita lenta

Nella zona euro, la crescita resta debole e le indagini economiche suggeriscono una contrazione dell'attività nel terzo trimestre. Con una domanda debole, si prevede che gli investimenti delle imprese rallenteranno e quelli residenziali continueranno a contrarsi a causa dell'aumento dei tassi ipotecari e dell'inasprimento delle condizioni creditizie. I consumi delle famiglie dovrebbero accelerare leggermente all'inizio del prossimo anno se l'inflazione continua a diminuire, ma il basso livello di fiducia e il rallentamento nella creazione di posti di lavoro suggeriscono che la ripresa sarà moderata. Nel complesso, la crescita rimarrebbe debole, con un Pil in aumento dello 0,7% nel 2023 e nel 2024. Il ciclo di inasprimento della BCE sta giungendo al termine, il suo Presidente ha appena spiegato che le discussioni in seno al consiglio di politica monetaria

si concentreranno ora sulla durata del mantenimento dei tassi a un livello restrittivo. Su questa previsione pesano diversi rischi. La velocità di trasmissione della stretta monetaria all'economia reale è incerta. I prezzi delle materie prime potrebbero salire nuovamente e ritardare l'atteso miglioramento del potere d'acquisto delle famiglie: El Niño e la guerra in Ucraina potrebbero spingere al rialzo i prezzi agricoli; il prezzo del petrolio potrebbe superare significativamente i 90 dollari inclusi nelle nostre previsioni se l'OPEC+ ridurrà ulteriormente la propria produzione. Gli operatori di mercato come le banche centrali continueranno quindi a navigare a vista per diversi mesi, o per usare l'espressione di Jerome Powell durante il suo discorso a Jackson Hole il 25 agosto, a navigare "secondo le stelle in un cielo nuvoloso"!



**La crescita
globale continua...
a un ritmo lento.**



In testa i mercati americani, trainati da un mix crescita/inflazione più favorevole.

Dal punto di vista del mercato, questo divario tra le sorprese economiche positive negli Stati Uniti e le delusioni in Cina ed Europa ha avuto un impatto diretto sulla performance delle asset class. Le azioni americane hanno registrato una performance del +17,6% dall'inizio dell'anno, mentre le azioni europee sono aumentate solo del 9,2% e quelle emergenti del +4,1%¹.

La performance delle azioni americane è tanto più notevole se si considera che nello stesso periodo i tassi americani a 10 anni sono aumentati dal 3,9% al 4,3%, il che avrebbe potuto incidere negativamente sulle valutazioni.

In realtà, gli Stati Uniti hanno beneficiato contro ogni aspettativa di un periodo quasi "Riccioli d'oro", beneficiando allo stesso tempo di una crescita più forte del previsto e di un'inflazione in costante decelerazione che offre di fatto un sostegno alle azioni americane.

Questo divario di crescita tra gli Stati Uniti e il resto del mondo ha anche aumentato il divario tra i tassi americani ed europei, incidendo sul valore del dollaro americano, che si è apprezzato del 5% dal suo minimo di luglio² e 1,5 % da inizio anno.

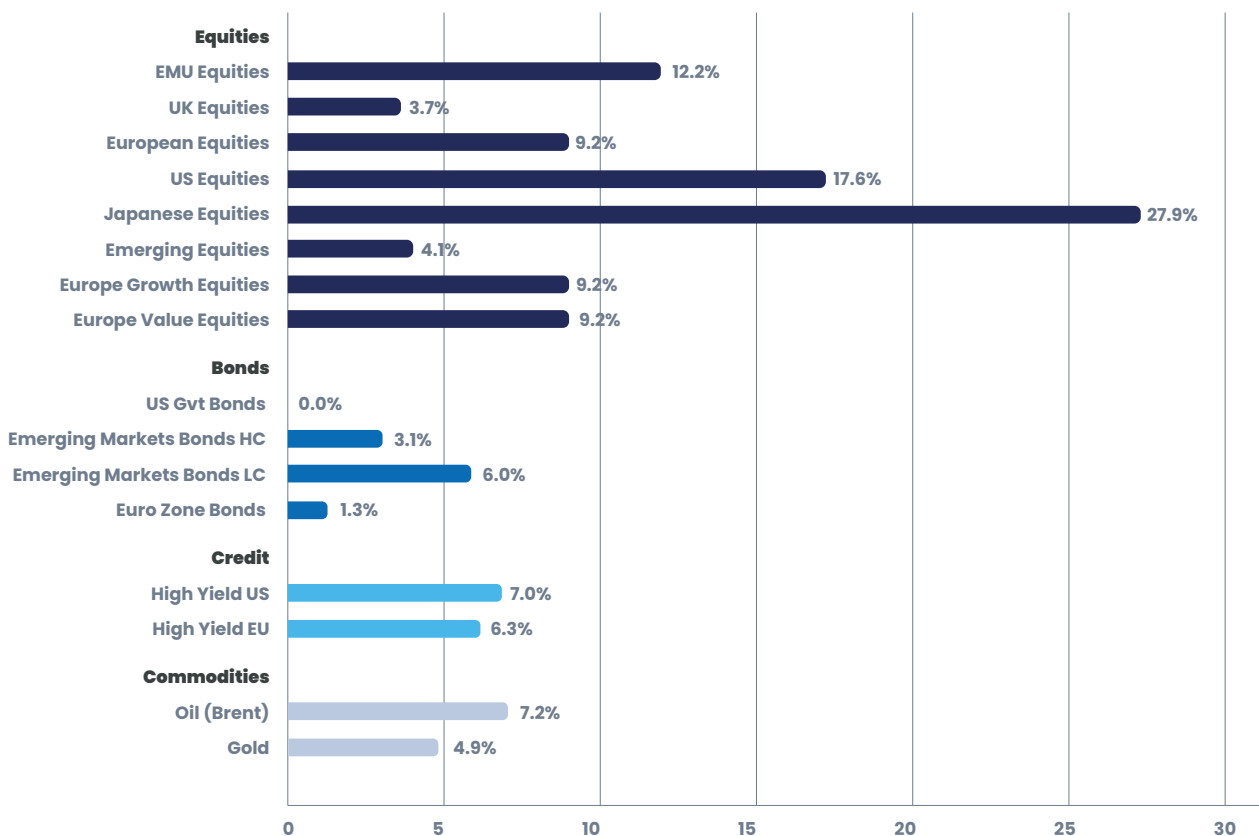
1 - Dati in euro al 12 settembre 2023 - fonte: Bloomberg

2 - Dati tra il 17 luglio e il 12 settembre 2023



Figura 1:

YTD Performance, 12/09/2023



EMU equities: MSCI Daily TR Net EMU Loc, **UK equities:** MSCI Daily TR Net UK Loc, **European equities:** MSCI Daily TR Net Europe, **US equities:** MSCI Daily TR Net USA Loc, **Japanese equities:** MSCI Daily TR Net Japan, **Emerging equities:** MSCI Daily TR Net Emerging, **Europe Growth equities:** MSCI Daily TR Net Growth, **Europe Value Equities:** MSCI Daily TR Net Value, **US Govt Bonds:** JP Morgan GBI US Unhedged LO, **Emerging Market Bonds HC:** JP Morgan EMBI Global Compos, **Emerging Markets Bonds LC:** JP Morgan GBI-EM Broad Diver, **Eurozone Bonds:** JP Morgan GBI EMU Unhedged, **High Yield US:** Ice Bofa US High Yield, **High Yield EU:** Ice Bofa Euro High Yield, **Gold:** Gold Spot \$/Oz

Le prestazioni passate non sono un indicatore affidabile delle prestazioni future.

Fonte: Bloomberg

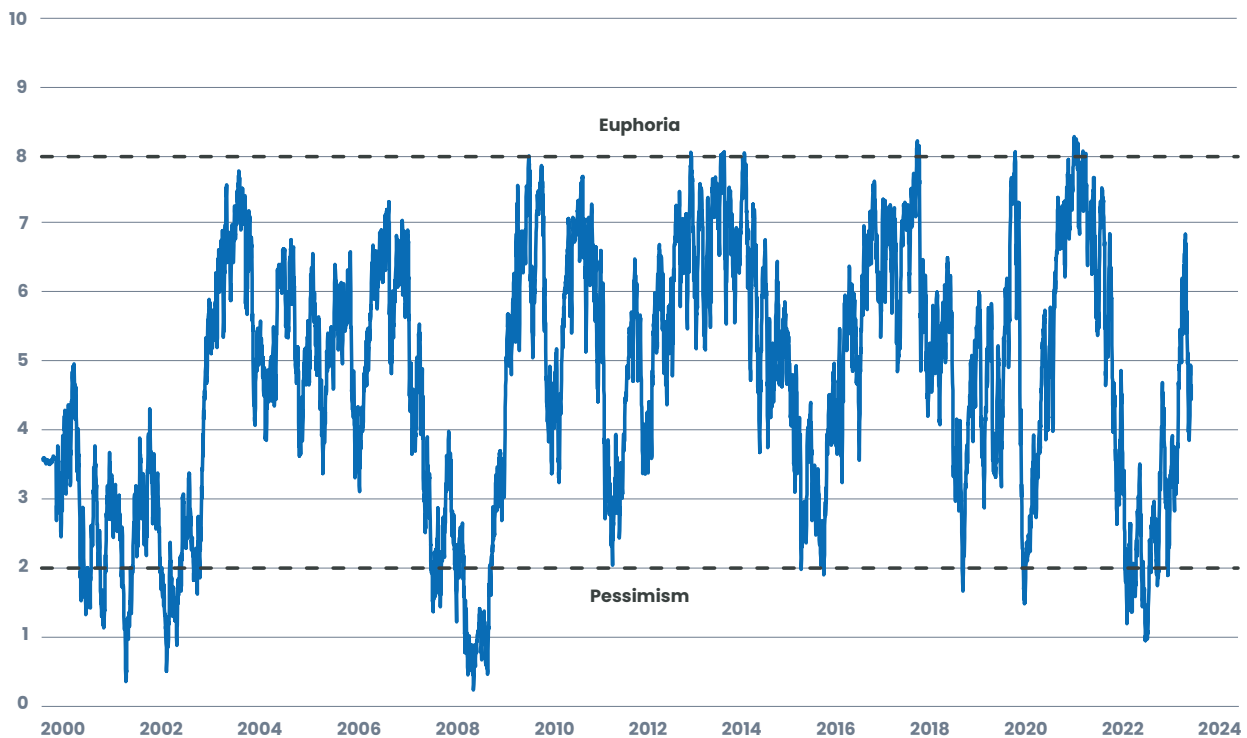
I mercati finanziari sembrano scontare uno scenario di atterraggio morbido, che rende il rischio più asimmetrico sui titoli azionari nell'ultimo trimestre dell'anno

Il sentiment del mercato è migliorato significativamente da gennaio. Abbiamo iniziato l'anno con una visione positiva sulle azioni, contrariamente al posizionamento degli investitori che erano generalmente sottopesati sulle azioni e ad un sentiment di mercato molto cauto. Oggi

l'eccesso di pessimismo si è normalizzato, soprattutto negli Stati Uniti. Il posizionamento di mercato sulle azioni e il sentiment generale degli investitori sono nella zona "neutrale". Oggi i rischi sembrano più asimmetrici per le azioni, giustificando la nostra visione cauta.

Figura 2:

Candriam Indicator Sentiment



Le prestazioni passate non sono un indicatore affidabile delle prestazioni future.

Fonte: Candriam

Riusciranno le azioni statunitensi a continuare questa sfrontata traiettoria al rialzo, ignorando l'aumento dei tassi?

Le azioni statunitensi possono continuare a beneficiare dell'attuale contesto favorevole. Come mostra la nostra analisi economica, la Fed sembra essere riuscita a stabilizzare dolcemente l'economia e ad avvicinarsi alla fine del suo ciclo di inasprimento. Tuttavia, prevediamo che la crescita economica rallenterà nel 2024, con una minore inflazione che dovrebbe pesare sulla crescita degli utili aziendali. Il consenso degli analisti prevede una crescita del 12% degli utili societari statunitensi

nel 2024 (rispetto al +1,5% nel 2023)³, un dato che sembra elevato dato il rallentamento della crescita nominale dell'economia. La valutazione del mercato americano è oggi superiore alla sua media storica, con un rapporto prezzo-utili (PE) su 12 mesi superiore a 19 rispetto a una media storica su 10 anni di 18⁴, il che lascia poco spazio per un'ulteriore rivalutazione in un contesto di tassi più elevati e sostenibili. Il rendimento atteso delle azioni statunitensi nello scenario migliore è quindi positivo ma limitato.

I paesi emergenti e l'Europa possono riservarci sorprese positive?

In Europa la situazione è ben diversa. La valutazione del mercato azionario è molto più interessante (PE su 12 mesi di 11,8 rispetto alla media storica su 10 anni di 14 per la zona euro)⁵ e giustificata da prospettive di crescita meno chiare e da un rischio al ribasso sulle prospettive economiche per i prossimi mesi. Pertanto, le aspettative di crescita degli utili aziendali su 12 mesi (+6%)⁶ potrebbero

continuare a essere riviste al ribasso. Le prospettive di utile e la valutazione migliorerebbero solo quando le prospettive economiche miglioreranno nel 2024. Pertanto è ancora troppo presto per aumentare la nostra allocazione nei titoli azionari europei, dato che si prevede che l'economia rimarrà stagnante nell'ultimo trimestre di quest'anno.

3 - Fonte: Bloomberg, dati MSCI USA al 09/12/2023

4 - Consenso Ibes

5 - Fonte: Bloomberg, dati MSCI USA al 09/12/2023

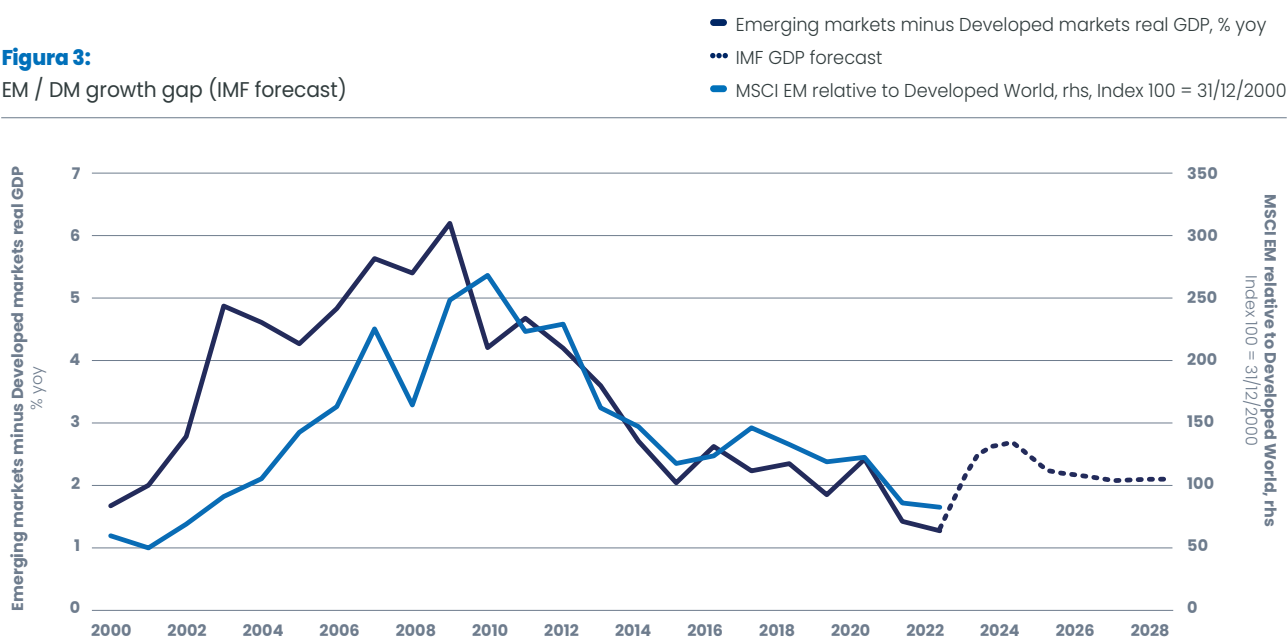
6 - Consenso Ibes

Preferiamo mantenere la sovrapponderazione sui mercati emergenti, la cui performance è stata particolarmente deludente dall'inizio dell'anno. La Cina è il paese che ha pesato di più sull'indice globale emergente. La cautela degli investitori riguardo agli sviluppi economici in Cina ha raggiunto nuovi record. Le misure adottate dalle autorità cinesi dovrebbero stabilizzare la crescita attorno al 4-5%, ma non daranno un impulso positivo sufficiente per ripristinare la fiducia. Queste misure dovrebbero tuttavia migliorare la visibilità sulle dinamiche di crescita dei paesi emergenti. Privilegiamo quindi l'indice dei paesi emergenti,

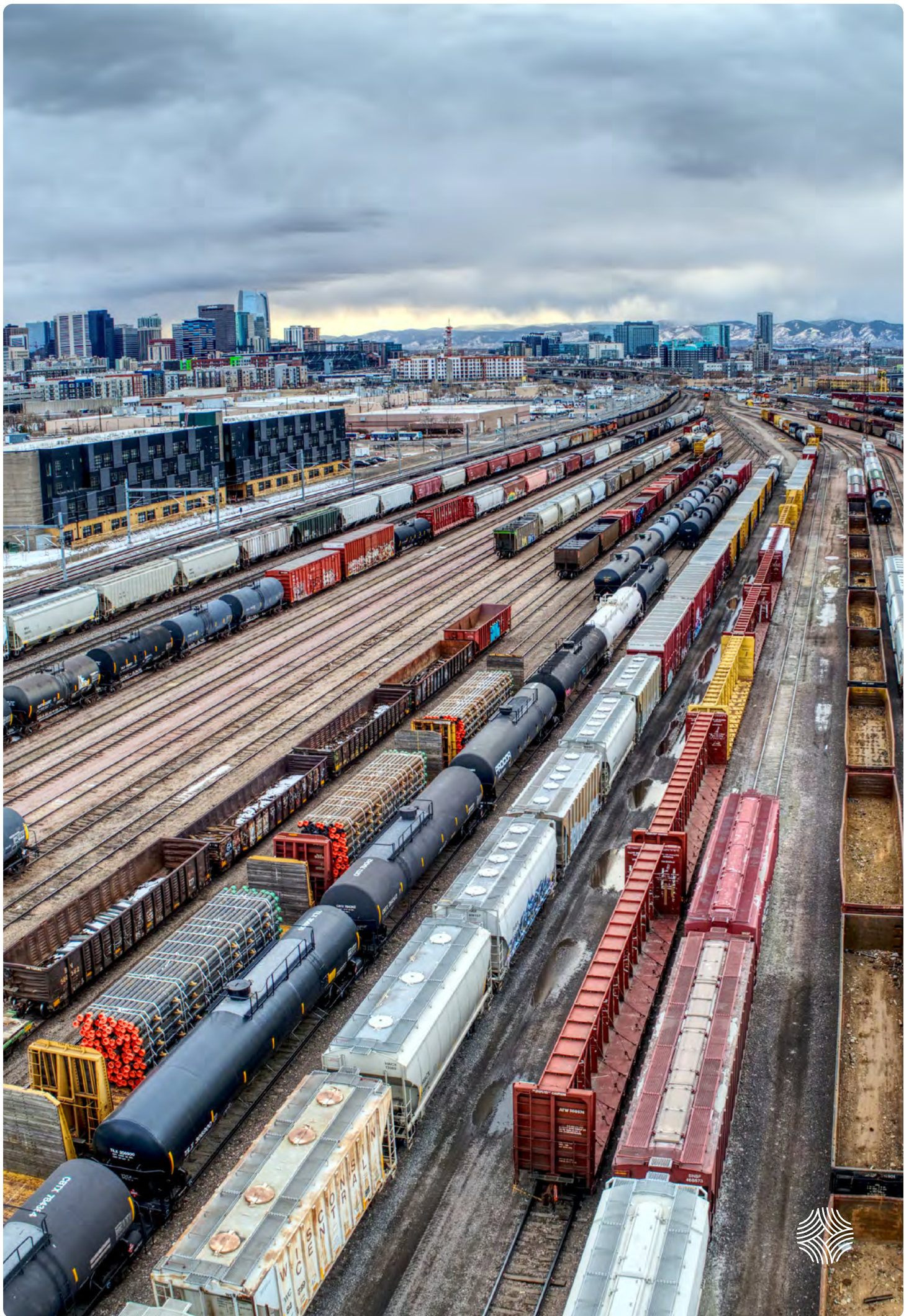
esclusa la Cina. Con la disinflazione ben avviata nei paesi emergenti, il loro ciclo monetario è in anticipo rispetto a quello dei paesi sviluppati. Riteniamo che dinamiche di crescita migliori rispetto a quelle dell'Europa o degli Stati Uniti, combinate con l'allentamento monetario, dovrebbero sostenere sia la valutazione che la crescita degli utili dei paesi emergenti.

Questa desincronizzazione dei cicli economici e monetari dei paesi emergenti comporta una diversificazione nella nostra gestione.

Figura 3:
EM / DM growth gap (IMF forecast)



Le prestazioni passate non sono un indicatore affidabile delle prestazioni future.
Fonte: Bloomberg



In termini di stile, privilegiamo i settori difensivi, in particolare in Europa, che stanno ottenendo risultati migliori in questa fase di rallentamento economico. Sovrappesiamo inoltre temi a lungo termine come la transizione energetica e l'automazione.

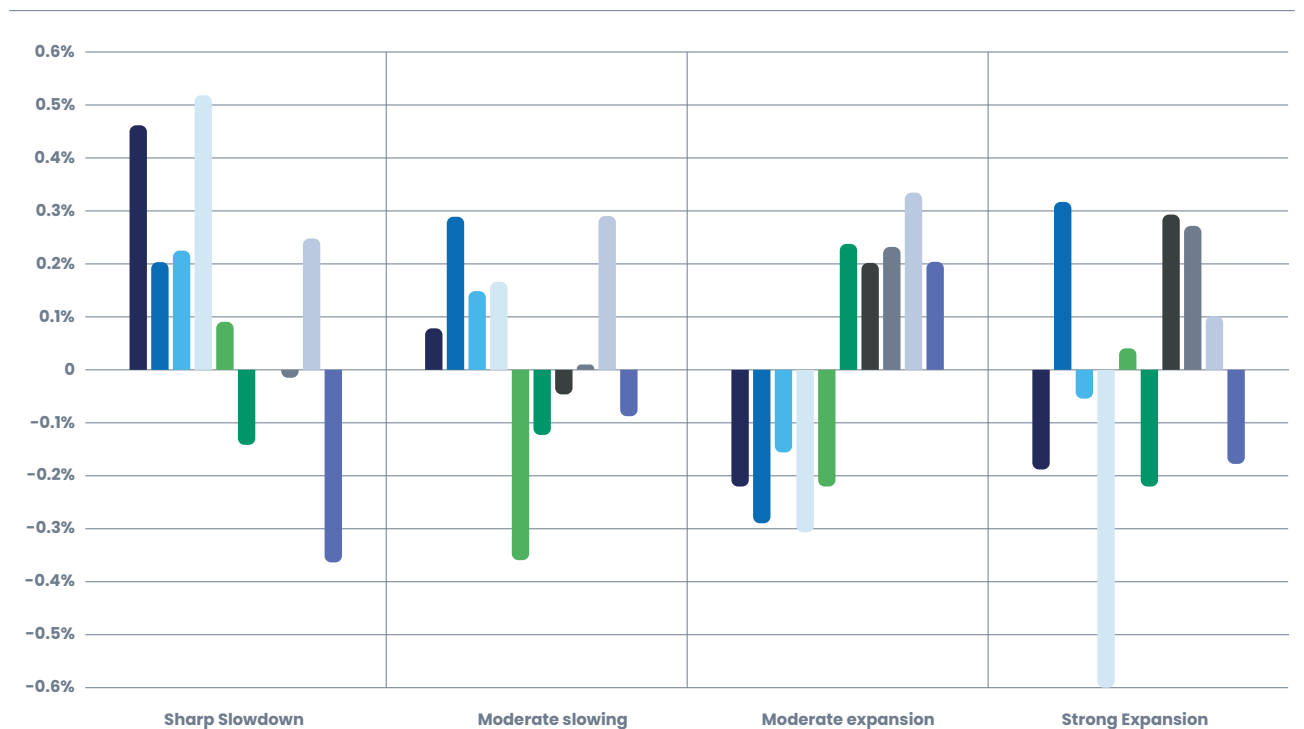
Nonostante gli indicatori di attività mostrino un rallentamento dell'economia, in particolare nel settore manifatturiero, i titoli ciclici hanno sovraperformato quelli difensivi, anticipando una riaccelerazione dell'attività, che non è il nostro scenario centrale.

Allo stesso tempo, ci sembra che i titoli difensivi e di qualità siano maggiormente in grado di affrontare un ciclo di rallentamento associato a un'inflazione persistente; in un simile scenario il loro potere di determinare i prezzi sarà essenziale.

Privilegiamo inoltre temi a lungo termine orientati alla transizione energetica e all'automazione. I valori corrispondenti a questi temi dovrebbero essere meno influenzati dai cicli economici e beneficiare delle questioni geopolitiche strutturali relative alla riduzione del nostro impatto ambientale, allo sviluppo dell'intelligenza artificiale e alla necessità di rimpatriare alcune attività che contribuiscono alla sovranità degli Stati.

Figura 4:

Sector performance depends on the stages of the cycle



Le prestazioni passate non sono un indicatore affidabile delle prestazioni future.

Fonti: Cadriam, Barclays. Indici di settore europei dal 28/02/2013, performance relative vs MSCI Europe.

Un'allocazione in obbligazioni che forniscono rendimento e protezione.

Riteniamo interessante l'allocazione ai titoli di Stato con un graduale aumento della duration del portafoglio. Siamo vicini alla fine del ciclo di stretta monetaria, anche se le banche centrali restano comunque molto caute.

I tassi a breve termine dovrebbero rimanere su livelli piuttosto elevati finché le banche centrali non saranno certe che il rallentamento dell'inflazione sia sostenibile. I tassi a lungo termine dovrebbero stabilizzarsi con l'inflazione sotto controllo e la crescita in decelerazione. Date queste prospettive e gli attuali livelli dei tassi (2,7% per i tassi tedeschi a 10 anni⁷), riteniamo che i titoli di stato offrano un rendimento interessante e per il momento privilegiamo i segmenti intermedi della curva (3-5 anni).

Più in generale, l'allocazione in titoli di stato dei paesi sviluppati ci sembra particolarmente interessante in un portafoglio diversificato, data la diversificazione e la protezione che l'asset class offre. In effetti, il suo impatto sarebbe positivo nel nostro scenario centrale, ma anche nel caso di uno scenario alternativo che risulterebbe da un

deterioramento del mix inflazione/crescita con una crescita inferiore o un'inflazione superiore al previsto.

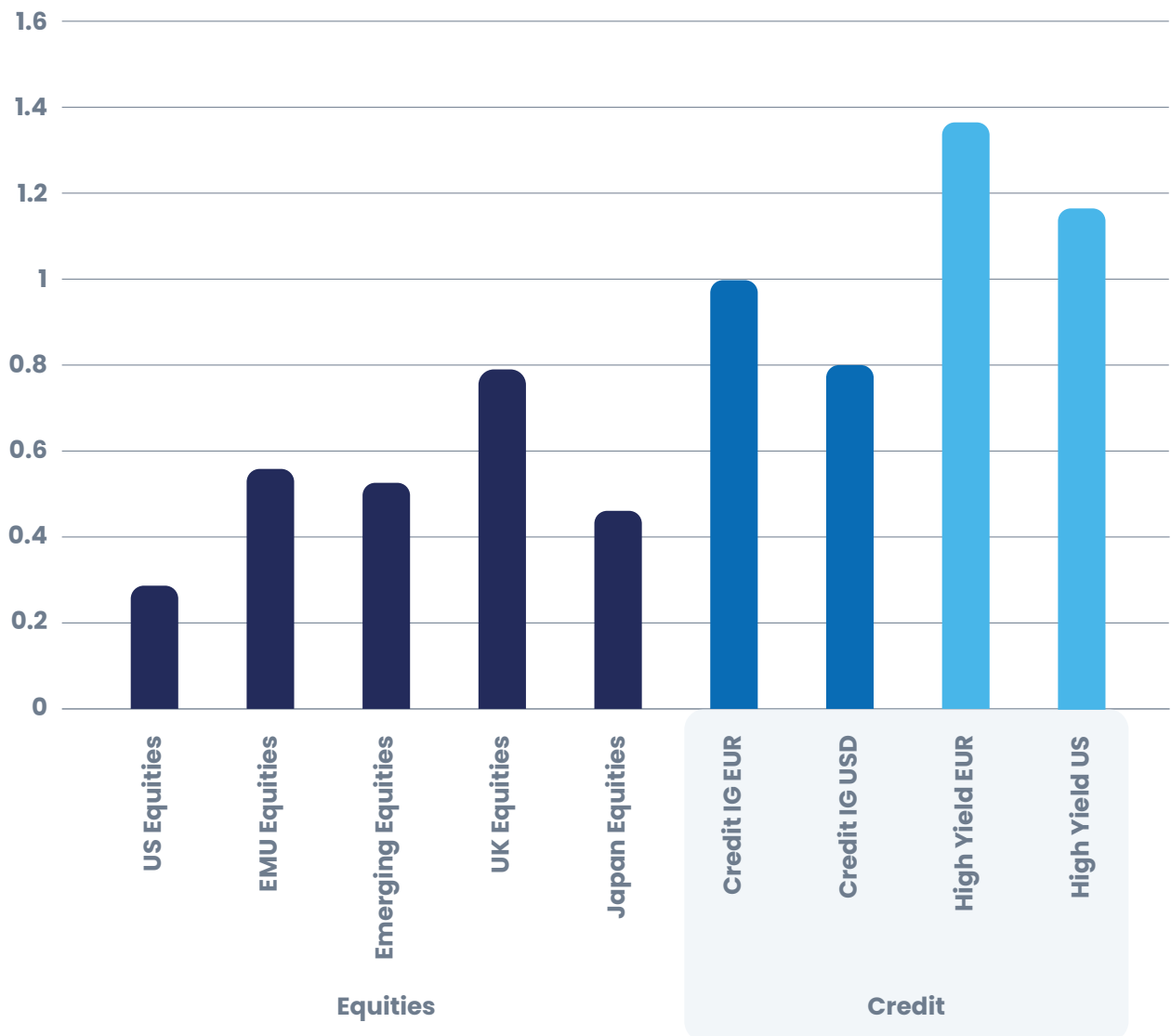
Questi due rischi sarebbero negativi per i mercati azionari (revisione al ribasso degli utili e calo delle valutazioni). Per le obbligazioni, le implicazioni sarebbero diverse. In caso di crescita più debole del previsto, i tassi scenderebbero, con un impatto positivo sui prezzi delle obbligazioni. In caso di inflazione più elevata, l'impatto sarebbe negativo nel breve termine a causa della necessità per le banche centrali di essere più aggressive nell'innalzare i tassi di riferimento. D'altro canto, ciò sarebbe positivo nel medio termine, poiché l'aumento dei tassi di riferimento causerebbe un rallentamento dell'economia e porterebbe i tassi a lungo termine a scendere nuovamente.

7 - Fonte: Bloomberg. Dati al 12 settembre 2023.

In questa fase del ciclo, privilegiamo anche le obbligazioni societarie di qualità (investment grade). Nonostante la compressione degli spread nel 2023 (-10% per il credito europeo IG⁸), il mercato del credito continua a offrire una coppia rendimento/rischio particolarmente favorevole, in particolare rispetto alle azioni con un carry in Europa superiore al 4% e una volatilità contenuti al di sotto del 5% (rispetto all'8,5% e al 16% rispettivamente delle azioni europee).

Rimaniamo tuttavia neutrali sulla porzione di credito high yield, che presenta un rendimento interessante ma le cui dinamiche di declassamento del rating in un contesto di condizioni di credito più restrittive potrebbero pesare sull'asset class.

Figura 5:
Cross Asset Carry to Volatility (%)



Le prestazioni passate non sono un indicatore affidabile delle prestazioni future.
Fonte: Bloomberg

8 - Ice Bofa Euro High Yield - Fonte: Bloomberg. Dati al 12 settembre 2023.



Con una crescita debole ma positiva che evita la recessione su entrambe le sponde dell'Atlantico e un'inflazione di fondo che si attenua solo gradualmente, le banche centrali non saranno in grado di permettersi di allentare le condizioni finanziarie entro la fine dell'anno.

I mercati finanziari stanno già integrando uno scenario positivo di soft landing, che giustifica la buona performance dall'inizio dell'anno. Essendo state in gran parte integrate le sorprese positive, il margine di manovra per un nuovo apprezzamento dei mercati azionari appare limitato, il che giustifica una certa cautela sugli attivi rischiosi.

Preferiamo posizionarci sui carry asset che molto probabilmente beneficeranno del ciclo attuale, come i titoli di stato dei paesi sviluppati e il credito di alta qualità in Europa. Siamo prudenti sulle azioni e preferiamo le azioni emergenti rispetto a quelle europee.



144 Mld€

AUM a fine
giugno 2023*



+600

Professionisti
esperti



+ 25 anni

leader negli
investimenti sostenibili

La presente comunicazione di marketing viene fornita a scopo esclusivamente informativo. Essa non costituisce un'offerta di acquisto o vendita di strumenti finanziari né rappresenta una raccomandazione di investimento o conferma alcun tipo di transazione, eccetto laddove espressamente concordato. Sebbene Candriam selezioni attentamente i dati e le fonti dei propri documenti, errori e omissioni non possono essere esclusi a priori. 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. Prima di investire in uno dei fondi, Candriam consiglia vivamente agli investitori di consultare, tramite il nostro sito www.candriam.com, il documento delle informazioni chiave per gli investitori, il prospetto e tutte le altre informazioni pertinenti, incluso il valore patrimoniale netto ("NAV") dei fondi. Questi documenti sono disponibili in inglese o nelle lingue locali per ogni paese in cui è consentita la commercializzazione del fondo.

*A partire dal 30/06/2023, Candriam ha cambiato la metodologia di calcolo delle attività in gestione (AUM) e AUM ora include alcune attività, come quelle non discrezionali AUM, selezione di fondi esterni, servizi di overlay, inclusi i servizi di screening ESG, servizi di [consulenza] e white labeling, e modelli di servizi di erogazione di portafoglio che non si qualificano come attività regolatorie in gestione, come definito nel modulo ADV della SEC. AUM è segnalato in USD. AUM non denominato in USD è convertito al tasso di pronti al 30/06/2023.



CANDRIAM. INVESTING FOR TOMORROW.

WWW.CANDRIAM.COM

CANDRIAM 
A NEW YORK LIFE INVESTMENTS COMPANY