

2024: svelate le 10 convinzioni di investimento per un anno scintillante

**Candriam
Outlook 2024**



2024

Comunicazione marketing



Sommario.

Introduzione	
Cronaca di una recessione prevista	04
<hr/>	
Banche Centrali	
Politica monetaria : Tassi elevati... per quanto tempo?	08
<hr/>	
Aliquote	
Nelle terre di opportunità scegli attentamente	12
<hr/>	
Azioni	
Le azioni possono crollare anche senza un "hard landing"?	18
<hr/>	
Debito pubblico	
Dovremmo preoccuparci della sostenibilità dei debiti pubblici nell'Eurozona?	24
<hr/>	



Transizione energetica
**Turbolenza nella transizione
energetica: Strutturale o ciclica?** 30

Immobiliare
**Un disgelo primaverile
per il Real Estate?** 36

Mercati emergenti
**Le nuove stelle nascenti nella galassia
dei Mercati Emergenti** 42

Assistenza sanitaria
**Il settore sanitario svolgerà il ruolo
difensivo previsto il prossimo anno?** 48

Elezioni americane
**Stati Uniti: Cosa possiamo aspettarci
nell'anno elettorale?** 54

Allocazione delle risorse
**Quale portafoglio diversificato
avremmo nel 2024?** 60

Conclusione
Investire con convinzione 64

Cronaca di una recessione prevista



Nicolas Forest

Chief Investment Officer

Anche quest'anno i mercati finanziari rivelano un orizzonte mutevole, disseminato di sfide e offrendo agli investitori un'odissea avvincente.

Le tensioni geopolitiche e le incertezze economiche continuano a esercitare una notevole influenza sui mercati globali. A queste preoccupazioni immediate si aggiungono quelle, non meno critiche, relative al riscaldamento globale e alla perdita della biodiversità, che persistono come sfide urgenti per il 2024 e per le generazioni future. Queste sfide, più interconnesse di quanto si possa immaginare, richiedono un'attenzione e un'azione concertante da parte di investitori, imprese e governi.

Un prerequisito essenziale per identificare opportunità di investimento convincenti, soprattutto in condizioni volatili, si basa su una conoscenza approfondita dei fattori sottostanti che modellano l'economia globale. Inoltre, in un anno elettorale pieno di insidie in cui la tentazione populista sarà purtroppo antifona, il modo migliore per creare valore per i nostri investitori risiede nell'integrazione di considerazioni extra-finanziarie nelle decisioni di investimento, che al contempo promuove la transizione

verso un futuro più sostenibile. Queste considerazioni sono necessarie in un mondo sempre più incerto e rappresentano il nostro impegno nei confronti dei clienti.



Da un anno all'altro: l'economia globale in modalità di resistenza

Il 2023 avrà contraddetto molte Cassandre e leggi finanziarie che pensavamo immutabili. Infatti, nonostante una stretta monetaria di immediatezza e di magnitudine senza precedenti, una curva obbligazionaria invertita e una crisi bancaria, la recessione più telegrafata della storia... non si è verificata. Tuttavia, gli ultimi dodici mesi sono stati particolarmente tumultuosi e impegnativi per i mercati convulsi, scossi da conflitti geopolitici e incertezze economiche, compresi le mosse delle banche centrali che sono osservati più da vicino di quelli di Taylor Swift.

La volatilità sui mercati obbligazionari è tornata in auge e, come spesso accade, le sorprese nascono dove meno ce le aspettavamo. Mentre anticipavamo una crescita positiva e un rallentamento dell'inflazione, l'onestà ci ha spinti a riconoscere la forza dell'economia americana, con potere d'acquisto delle famiglie molto più solido del previsto; sostenuto da aumenti salariali e da un comodo cuscino di risparmio, gonfiato dalla crisi Covid.

Un anno dopo, con il ciclo più avanzato e le condizioni finanziarie inasprite, lo spettro della recessione bussava di nuovo alla porta e sembra più necessario che mai pensare alle prospettive di investimento alla luce del nuovo paradigma obbligazionario. Infatti, al momento delle allocazioni, affrontiamo questa sfida e le sue conseguenze attraverso una serie di dieci domande alle quali i nostri esperti forniranno le loro risposte e le loro convinzioni, in tutto il mese di dicembre. Di seguito la panoramica.

Un nuovo paradigma obbligazionario

"In alto più a lungo"? Sebbene fino ad ora le banche centrali siano riuscite nel miglior modo possibile a contenere l'inflazione, questa è la domanda, quella che molti di noi, me in primis, mettono su carta prima di ogni altra cosa. Saranno meno restrittive nel 2024? In un contesto in cui i livelli di rendimento obbligazionario sono diventati nuovamente attraenti, è questo il momento di aumentare la durata e continuare a favorire il mercato del credito, la cui resilienza ha sorpreso molti?

Allo stesso modo, l'aumento dei tassi ha avuto un impatto sulla dinamica del debito pubblico. Tuttavia, in un contesto di crescita indebolita e di riduzione dei programmi di acquisto da parte delle banche centrali, la questione della sostenibilità del debito potrebbe riproporsi nel 2024? Ciò ha avuto ripercussioni anche sui mercati immobiliari con un calo delle costruzioni e delle compravendite. Anche se il calo dei prezzi finora è sembrato contenuto, dobbiamo temere un'accelerazione o si tratta, al contrario, di una fantastica opportunità di riposizionamento?

Al teatro degli azionari: diverse volte, diversi luoghi... diverse azioni

Nonostante gli elevati tassi reali, gli indici azionari hanno retto bene. Si tratta tuttavia di un aumento fittizio, caratterizzato da una forte selettività a favore delle Mega Cap americane e da uno sconto sulle Small e Mid Cap. A quali settori e a quali aree geografiche dare priorità nell'indomani?

I titoli dei settori difensivi in crescita, dopo essere stati penalizzati dall'aumento dei tassi nel 2023, riusciranno ad acquistare parte del loro splendore per sovraperformare nel 2024? Queste aziende, in particolare nel settore sanitario, svalutate nonostante un bilancio solido e un basso livello di debito, riusciranno a beneficiare ancora nuovamente del cambiamento demografico e della loro forte capacità di innovazione?

Cosa accadrà nel settore delle energie rinnovabili, scosso dall'aumento dei tassi, dall'aumento dei costi delle materie prime e dalla debolezza della redditività? Le conseguenze del riscaldamento globale sono inequivocabili e ci ricordano che la transizione energetica è necessaria anche se deve affrontare sfide a breve termine: gli investimenti faticano a raggiungere gli obiettivi di neutralità delle emissioni. Questa tematica, essenziale oggi e domani, quale ruolo e quale tattica potrà adottare?

Infine, cosa dovremmo pensare del modello di crescita della Cina? Che il paese ha esaurito le forze ed è sull'orlo di una "giapponesizzazione" economica? Per le altre economie emergenti, potranno loro offrire il potenziale di crescita e innovazione in grado di competere con il Middle Kingdom? Quali sono le alternative?

2024, anno elettorale e sfide

Oltre alle elezioni europee, dove ci saranno molte tematiche in discussione, *in primis* quella della transizione energetica, gli occhi del pubblico punteranno anche sugli Stati Uniti per il periodo autunnale. Nonostante un'aria di déjà-vu, che impatto potrebbero avere queste elezioni sul nostro scenario?

Di fronte a un ambiente geopolitico instabile e a un'economia fragile, in cui l'immediatezza del dato ha la precedenza, gli investitori rimarranno sulla bocca dei politici ed economisti e continueranno a interpretare i loro segnali per costruire i propri portafogli: dovremmo privilegiare le obbligazioni rispetto alle azioni?

Una cosa è certa: un mercato del lavoro teso favorirebbe uno scenario di inflazione più elevata e, di conseguenza, potenziali restrizioni monetarie. Il ritorno di Trump 1.2 alla presidenza dello Studio Ovale riaccenderebbe le tensioni con Pechino. Infine, un'escalation in Medio Oriente o oltre i confini ucraini cambierebbe gli scenari economici.

Fortunatamente, non siamo immuni da molte notizie buone (o meno cattive): un cambio di direzione da parte delle grandi forze monetarie segnerebbe il lungo atteso "pivot", a sostegno delle asset class più rischiose. Inoltre, sarebbe molto gradito anche un massiccio piano di sostegno in Cina, soprattutto in Europa. Infine, anche se al momento della stesura appare un'illusione, la fine del conflitto russo-ucraino ridurrebbe considerevolmente il rischio geopolitico in Europa.

Con questa nota positiva, io e i team di investimento di Candriam vi auguriamo il meglio per un prospero 2024. Insieme, rimaniamo pienamente impegnati a collaborare con voi per affrontare le sfide e le opportunità che ci attendono.

Buona lettura!





Politica monetaria: Tassi elevati... per quanto tempo?

Verso una curva dei
rendimenti più “normale”



Florence Pisani, PhD

Global Head of
Economic Research



Emile Gagna

Economist

“C’è ancora molta strada da fare per riportare l’inflazione al 2%”, ha dichiarato lo scorso giugno J. Powell, Presidente della Federal Reserve; “Non possiamo ancora dichiarare vittoria”, ha fatto eco la sua controparte europea, Christine Lagarde, qualche settimana dopo. Nonostante il continuo calo dell’inflazione, il messaggio lanciato dalle banche centrali su entrambe le sponde dell’Atlantico per diversi mesi non è cambiato: i tassi rimarranno alti “per molto tempo”. Anche se i banchieri centrali non hanno cambiato tono, gli operatori di mercato hanno semplicemente rivisto in modo significativo le loro aspettative sui tassi: si aspettano ora tagli dei tassi chiave su entrambe le sponde dell’Atlantico, a partire dall’inizio della primavera. Su un orizzonte più lontano, tuttavia, rimangono molto cauti e ritengono che i tassi di riferimento alla fine del 2027 saranno poco inferiori al 4% negli Stati Uniti e poco superiori al 2,5% nella Zona Euro. Queste aspettative sono ragionevoli?

La storia monetaria recente come guida...

Prima di rivedere di recente le loro aspettative, i mercati sembravano avere una fiducia cieca negli impegni presi dai banchieri centrali. Tuttavia, come la storia monetaria ci ricorda regolarmente, i banchieri centrali non possono ragionevolmente fare promesse che vadano oltre i pochi mesi. Quando nell’agosto del 2003 la Federal Reserve si impegnò a mantenere una politica monetaria accomodante per un periodo di tempo “considerevole”, molti si chiesero quale fosse l’orizzonte temporale di questa promessa: pochi mesi, diversi trimestri o anche più anni? Cinque mesi dopo queste parole furono abilmente rimosse dalla dichiarazione di politica monetaria per preparare i mercati al prossimo aumento dei tassi... che avvenne effettivamente alla fine di giugno 2004. Il “periodo considerevole” durò quindi “solo” dieci mesi. La promessa fatta nel marzo 2009 di mantenere i tassi bassi per un “periodo prolungato” fu molto più lunga, ma l’esplosione causata dalla Grande Crisi Finanziaria fu, va ricordato, di portata senza precedenti. Nell’agosto 2011 il “periodo prolungato” fu prorogato “almeno fino alla metà del 2013”, poi “fino alla metà del 2015”. La Fed non alzò i tassi fino a gennaio 2016. Questa volta la

banca centrale mantenne i tassi bassi per... sette anni. Questo breve riassunto ci mostra che il periodo associato agli aggettivi “considerevole”, “esteso” o “lungo” è a dir poco variabile. La cosa più sicura per le banche centrali è fare promesse condizionali piuttosto vaghe, come quella fatta a fine agosto dalla Presidente della BCE: la banca centrale manterrà i suoi tassi elevati “finché sarà necessario”!

Ancorare le aspettative di inflazione

L'analisi minuziosa dei discorsi delle banche centrali, nel tentativo di leggere la futura politica monetaria con diversi trimestri di anticipo, è quindi poco utile. E' meglio chiedersi quali condizioni potrebbero portare le banche centrali ad allentare la loro politica monetaria. L'obiettivo oggi è riuscire a riportare l'inflazione verso il target del 2%: questo scopo richiede, in Europa come negli Stati Uniti, un rallentamento del mercato del lavoro. Ciò significa che, in assenza di uno shock che spinga le economie verso la recessione, la crescita dovrà, per un anno o due, rallentare al di sotto del suo ritmo potenziale. Nessuno ovviamente sa con precisione quale sia questa velocità di crociera, ma affinché le banche centrali possano prendere in considerazione una politica monetaria meno restrittiva, il ritmo di crescita nel 2024 probabilmente dovrà scendere al di sotto dell'1,5% negli Stati Uniti e dello 0,5% nell'Eurozona. Una volta soddisfatta questa condizione, la politica monetaria potrebbe diventare meno “restrittiva”. Anche in questo caso, tuttavia, giudicare il livello “normale” dei tassi delle banche centrali è tutt'altro che facile. Questo livello varia nel tempo e dipende in particolare dalle aspettative di inflazione degli attori economici. Il grado di restrizione associato ad un tasso nominale del 4% varia a seconda che l'inflazione prevista per i prossimi anni sia del 2%... o del 4%! Se le banche centrali riuscissero davvero a riportare l'inflazione verso il loro obiettivo, un tasso nominale a breve intorno al 3,5% negli Stati Uniti non sembrerebbe così irragionevole; simultaneamente in Europa potrebbe essere più vicino al 2,5%. Da questo punto di vista, la revisione al ribasso delle aspettative di mercato dall'inizio di novembre sembra andare nella giusta direzione, anche se gli operatori continuano a ignorare il rischio di una recessione nel giro di pochi anni.

La deflazione dei bilanci

Un'ultima argomentazione è a favore di tassi a breve termine più bassi nel medio periodo. A partire dalla "Grande Crisi Finanziaria", i bilanci delle banche centrali hanno svolto un ruolo del tutto particolare nella conduzione della politica monetaria: sia la Federal Reserve che la BCE hanno fatto ricorso a politiche di Quantitative Easing, che hanno portato ad un'esplosione delle dimensioni dei loro bilanci, da meno di 1.000 miliardi (in valute nazionali) all'inizio del 2005 a quasi 9.000 miliardi all'inizio del 2022. Ciascuno al proprio ritmo, ora stanno cercando di sgonfiarli. La situazione economica non giustifica più l'attuazione di politiche monetarie non convenzionali. Anche l'argomentazione politica non è priva di importanza: se le banche centrali possono subire perdite e operare con un patrimonio netto negativo, un bilancio alleggerito di titoli acquistati ieri a prezzi elevati faciliterebbe il loro ritorno alla redditività ed inoltre le aiuterebbe a riaffermare la propria indipendenza. Nel caso della BCE, infine, è importante anche l'aspetto giuridico: la sentenza del 2018 della Corte di Giustizia dell'Unione Europea sulla legalità del PSPP (*Public Sector Purchase Program*) sottolinea la natura temporanea dei programmi di Quantitative Easing, che non obbligano la BCE a ridurre le dimensioni del suo portafoglio titoli, ma la obbligano *come minimo* a spiegare come questo l'aiuti a raggiungere il suo obiettivo di stabilità dei prezzi... Qualunque sia la ragione, la continua deflazione dei bilanci delle banche centrali – a volte chiamata "Quantitative Tightening" – farà aumentare i premi a termine¹ e, a parità di condizioni, richiederà tassi a breve più bassi. Nel complesso, la deflazione dei bilanci rifletterà una normalizzazione della politica monetaria: dopo essere stata piatta, o addirittura invertita, per diversi anni, la curva dei rendimenti potrà finalmente ritornare ad un profilo normale!



¹ - Il premio a termine è il rendimento aggiuntivo richiesto dagli investitori per compensare l'incertezza legata alla detenzione di titoli a lungo termine.



Nelle terre di opportunità scegli attentamente



Philippe Noyard

Global Head of Fixed Income



Charudatta Shende

Head of Client Portfolio
Management - Fixed Income

"L'interesse composto è l'ottava meraviglia del mondo", affermava Albert Einstein. Negli ultimi dieci anni, gli investitori non sono stati in grado di sperimentare appieno questa meraviglia nel fixed income, poiché rendimenti storicamente bassi e persino negativi hanno oscurato il potere del compounding.

Fortunatamente, dalla metà del 2022, i rendimenti sono tornati a salire, stabilendo saldamente i tassi in territorio positivo e offrendo agli investitori un'opportunità pluridecennale e allettanti punti di ingresso. I titoli sovrani e le obbligazioni societarie globali offrono rendimenti visti l'ultima volta nel 2011.

Tuttavia, per trarne realmente vantaggio, gli investitori dovranno tenere gli occhi aperti. Mentre le preoccupazioni esterne sono diminuite, i rischi specifici e idiosincratichi stanno guadagnando importanza nelle asset class dei fixed income.

Opportunità in abbondanza?

I rendimenti dei **mercati monetari** prossimi al 4%¹ rendono ora attraente il cash-parking, dando agli investitori il tempo di cercare opportunità di investimento. Gli investitori possono anche investire in questa asset class a basso rischio per gestire la volatilità dei loro portafogli obbligazionari.

Il credito **Investment Grade** in euro consente ora agli investitori di assicurarsi rendimenti molto interessanti pari al 4,3%² o più, con una curva delle scadenze straordinariamente piatta. Gli investitori possono assicurarsi livelli storici di rendimento per un periodo più lungo in una asset class di qualità relativamente elevata, mentre i mercati azionari ritornano al loro ruolo più tradizionale di rendimenti da dividendi inferiori e maggiore volatilità.

Anche i mercati **Global High Yield** presentano uno scenario molto diverso, con coupon interessanti superiori all'8%³, contro appena il 4% di due anni fa. Inoltre, la qualità del mercato High Yield è migliorata in modo significativo dall'ultima volta che questi tassi sono stati osservati, nel 2011 (con l'HY in euro⁴ ora composto per il 75% da BB, contro solo il 50% nel 2011, e l'HY statunitense⁵ ora composto dal 50% contro il 35%). La quota di qualità superiore con rating BB Global High Yield ora rende ben al di sopra del 5%.

I **titoli di Stato** si distinguono. È improbabile che gli investitori dimentichino che quasi tutta la curva del debito sovrano tedesco era negativa solo due anni fa. Il segmento a breve del rifugio sicuro europeo offre ora circa il 3,6%⁶, mentre la sua controparte statunitense è a un enorme 5,3%⁷, offrendo un basso rischio di spread e nessun rischio di credito.

Il debito sovrano emergente è in testa con cedole superiori all'8,7%⁸. Una parte non trascurabile del mercato è costituita da storie di ristrutturazione del debito potenzialmente sottovalutate (paesi vicini ad accordi con i creditori) e che stimiamo abbiano un rendimento medio superiore al 12%.

Rischi: Dal macro al micro.

Sebbene i mercati del fixed income siano particolarmente accoglienti, riteniamo che sarà essenziale identificare i rischi idiosincratici. I rendimenti potrebbero essere tornati, ma i rendimenti obbligazionari rimangono asimmetrici. In assenza del sostegno della banca centrale, i valori di mercato delle emissioni societarie e sovrane dipendono ancora una volta dai fondamentali. I mercati obbligazionari, recentemente guidati dalle banche centrali, sono ora maggiormente influenzati dai dati economici, dai bilanci e dai modelli di business. A ciò si aggiunge la crescente importanza dei fattori ambientali, sociali e di governance per il rischio di credito.

Le **aziende** stanno entrando in un ambiente in cui il costo del servizio del debito è aumentato considerevolmente. Per inciso, riteniamo che i livelli attuali di spread degli Investment Grade in euro (145 pb²) e Global High Yield (420 pb³) non riescano a riflettere accuratamente questi rischi. Anche nel segmento high yield prevediamo che gli spread si allargheranno di circa 500 pb (anche se con una notevole volatilità nel 2024) e che i tassi di default saliranno moderatamente fino a superare il 5%.

Le tendenze della digitalizzazione, dell'automazione e dell'intelligenza artificiale hanno una forte influenza sulle attività aziendali. La capacità di adattamento degli emittenti sarà fondamentale. Sembra ovvio che le grandi aziende con attività altamente diversificate e non orientate al consumatore finale siano molto meno esposte al rallentamento economico. Il nuovo contesto favorisce le aziende con un basso livello di indebitamento e flussi di cassa visibili. Alcuni emittenti saranno più sensibili ai piani di rimborso e saranno sotto pressione per rifinanziarsi a tassi più elevati. Anche se è improbabile che il segmento



“L’interesse composto è l’ottava meraviglia del mondo.” Sei pronto per tariffe più alte

Investment Grade nel suo complesso venga influenzato da un “muro delle scadenze”, il segmento high yield potrebbe trovarsi ad affrontare un ostacolo di rifinanziamento nel 2025 e nel 2026.

Allo stesso modo, gli **emittenti sovrani** dipenderanno sempre più dai loro profili economici e di debito e dai rischi specifici fondamentali in questo settore. Le politiche fiscali e i rischi politici torneranno in primo piano. In effetti, i mercati stanno prestando maggiore attenzione ai budget e all’impatto dei tassi più elevati sulla sostenibilità del debito. In passato, la distinzione avveniva principalmente tra mercati centrali e periferici, ma ci aspettiamo un futuro molto diverso. Basta dare un’occhiata al Portogallo che, a seguito delle riforme fiscali, ha le obbligazioni scambiate a spread inferiori rispetto a quelli della Francia. Ci aspettiamo inoltre una volatilità significativa in un anno in cui diverse grandi nazioni si recheranno alle urne, con elezioni generali negli Stati Uniti, nel Regno Unito, in India e in Indonesia.

Un numero crescente di paesi emergenti avrà sicuramente bisogno dell’assistenza del FMI, che probabilmente baserà il proprio aiuto sui fondamentali e sulla volontà politica. Alcuni paesi, come il Ghana, lo Zambia e lo Sri Lanka, sono a buon punto nella ristrutturazione, mentre altri paesi in difficoltà non lo sono.

I parametri di sostenibilità sono ora essenziali per valutare l’affidabilità creditizia sovrana, poiché il cambiamento climatico sta avendo un impatto materiale sulle economie. Ad esempio, l’India, una storia di forte crescita, deve tuttavia far fronte all’impatto dell’inquinamento. Le scuole e le istituzioni pubbliche sono state recentemente chiuse per diversi giorni in alcune città e gli impatti a lungo termine sulla salute sono già evidenti. Questi elementi influenzeranno il profilo del debito complessivo di un paese nel lungo periodo.

Tassi più alti possono creare o distruggere il tuo portafoglio. Sii un Einstein. È sufficiente una moltiplicazione e i conti sono presto fatti!



Investire: Fare in fretta... Lentamente

I mercati del fixed income offrono oggi numerose opportunità di rendimento.

L'importanza del carry sulle obbligazioni non risiede solo nel reddito, ma anche nella forte protezione che fornisce contro condizioni di mercato avverse. Nel caso in cui gli spread si allarghino per un particolare segmento obbligazionario, il carry può proteggere gli investitori compensando parzialmente il calo del valore di mercato. Il nuovo panorama dei tassi di interesse (o, per meglio dire, il ritorno a un normale panorama dei tassi di interesse) **favorisce un'allocazione diversificata del fixed income**, in cui ciascun segmento fornisce reddito e svolge un ruolo specifico nel portafoglio.

Per sfruttare queste opportunità, gli investitori devono comprendere e analizzare i rischi che circondano i singoli emittenti. Questo mercato di selezione di obbligazioni richiede un'attenta selezione di emittenti ed emissioni per ottenere rendimenti adeguati al rischio. Sarà più che mai necessaria una ricerca bottom-up rigorosa e disciplinata sia per gli emittenti sovrani che per quelli societari, per valutare l'affidabilità creditizia e comprendere i rischi specifici di ciascuna emissione.

Incorporare l'analisi ESG nei mercati del fixed income è un prerequisito per sviluppare una piena comprensione della sostenibilità del debito, che in futuro costituirà una parte vitale dei portafogli obbligazionari.

L'osservazione di Einstein continuava: "l'interesse composto è l'ottava meraviglia del mondo. **Chi lo capisce, se lo guadagna... Chi non lo capisce, lo paga...**

1 - €ster: 3,902% al 24.11.2023 - Fonte: Bloomberg

2 - Indice ICE BofA Euro Corporate al 24.11.2023 - Fonte: Bloomberg

3 - Indice ICE BofA Global High Yield al 24.11.2023 - Fonte: Bloomberg

4 - Indice ICE BofA Euro High Yield al 24.11.2023 - Fonte: Bloomberg

5 - Indice ICE BofA US High Yield al 24.11.2023 - Fonte: Bloomberg

6 - Tasso tedesco a 12 mesi, al 24.11.2023 - Fonte: Bloomberg

7 - Tasso USA a 12 mesi al 24.11.2023 - Fonte: Bloomberg

8 - Indice JPM EMBI Global Diversified al 24.11.2023 - Fonte: Bloomberg



Le azioni possono crollare anche senza un “hard landing



Thibaut Dorlet

CFA, Senior Multi-Asset Fund
Manager

In assenza di recessione, il 2023 è stato un anno favorevole per gli indici azionari. Tuttavia questi hanno registrato un aumento disomogeneo, caratterizzato da una forte selettività all'interno delle mega cap negli Stati Uniti e dalla sottoperformance delle small e mid cap, colpite dallo storico aumento dei tassi.

Per il 2024, privilegiamo l'ipotesi di un proseguimento del soft landing delle economie sviluppate, nonché di una stabilizzazione dell'economia cinese.

Possiamo però escludere il rischio di un ribasso dei mercati azionari?

Una sfida in un contesto di tassi reali elevati

Gli elevati rendimenti obbligazionari reali sono tradizionalmente sfavorevoli all'espansione del ratio prezzo/utigli (P/E). Ciononostante, è stato l'aumento delle valutazioni a trainare i mercati azionari nel 2023, in un contesto di crescita economica più forte del previsto.

Nel 2024, prevediamo un rallentamento della crescita e un continuo calo dell'inflazione, che dovrebbero esercitare una pressione al ribasso sui tassi reali e creare un ambiente favorevole per le valutazioni del mercato azionario. Tuttavia, considerati i livelli dei tassi già incorporati nelle valutazioni azionarie, stimiamo che questo supporto sarà relativamente debole o addirittura nullo.

US 12 month Forward P/E vs Real Yields
6 month change



Source: Bloomberg, November 2023.
Past performance of a given financial instrument or index or an investment service or strategy, or simulations of past performance, or forecasts of future performance do not predict future returns.

Supporto da margini e profitti nel 2024?

Anche se è improbabile che la valutazione costituisca un ulteriore supporto per le azioni, una crescita debole ma positiva dovrebbe comunque sostenere i profitti aziendali. In quale misura?

Per il 2024, i nostri economisti prevedono una crescita del PIL del +1,9% negli Stati Uniti e del +0,5% in Europa (scenario "soft landing"). Storicamente, questi livelli corrispondono ad una crescita degli utili aziendali del +7,5% negli Stati Uniti e del +2,5% in Europa. Tuttavia, i mercati prevedono già livelli più elevati per il 2024 (+12% negli Stati Uniti e +6,5% in Europa), che dovrebbero portare a una revisione negativa delle aspettative di profitto per il prossimo anno, soprattutto in previsione delle ulteriori pressioni sui margini che le aziende dovranno affrontare.

Da un lato, i margini di profitto sono su livelli elevati in tutti i settori, superando anche i livelli pre-Covid. Con la probabile crescita dei salari reali nel 2024, si prevede che questi margini saranno più difficili da preservare.

D'altro canto, a partire dagli anni 2000, le aziende hanno beneficiato della costante diminuzione dei tassi obbligazionari, dei diffusi tagli fiscali e della globalizzazione. Questa serie positiva potrebbe terminare a causa di:

- crescenti esigenze di finanziamento dei governi, quando i loro livelli di debito sono già elevati a seguito degli sforzi fiscali compiuti durante la pandemia. Le aliquote delle ritenute sono iniziate ad aumentare (pressione sul settore bancario in Italia, Belgio e Spagna affinché venga applicata un'imposta "eccezionale"; voto del Congresso americano per un'aliquota fiscale minima del 15% per le grandi aziende nonché un'imposta sui buyback di azioni) e questo trend potrebbe continuare nel 2024.
- la fine delle politiche monetarie ultra accomodanti, che dovrebbero aumentare permanentemente i costi finanziari delle imprese.
- recenti shock dell'offerta che si prevede influiranno sui margini aziendali.

Drivers of S&P500 profit margin expansion since 1990



Source: Goldman Sachs
(COGS: Cost of Goods Sold; SG&A: Selling, General and Administrative Expenses; R&D: Research & Development)

Considerati questi rischi al ribasso per le attuali proiezioni degli utili, rimaniamo cauti sulla capacità della crescita degli utili di sostenere fortemente i mercati azionari nel 2024.

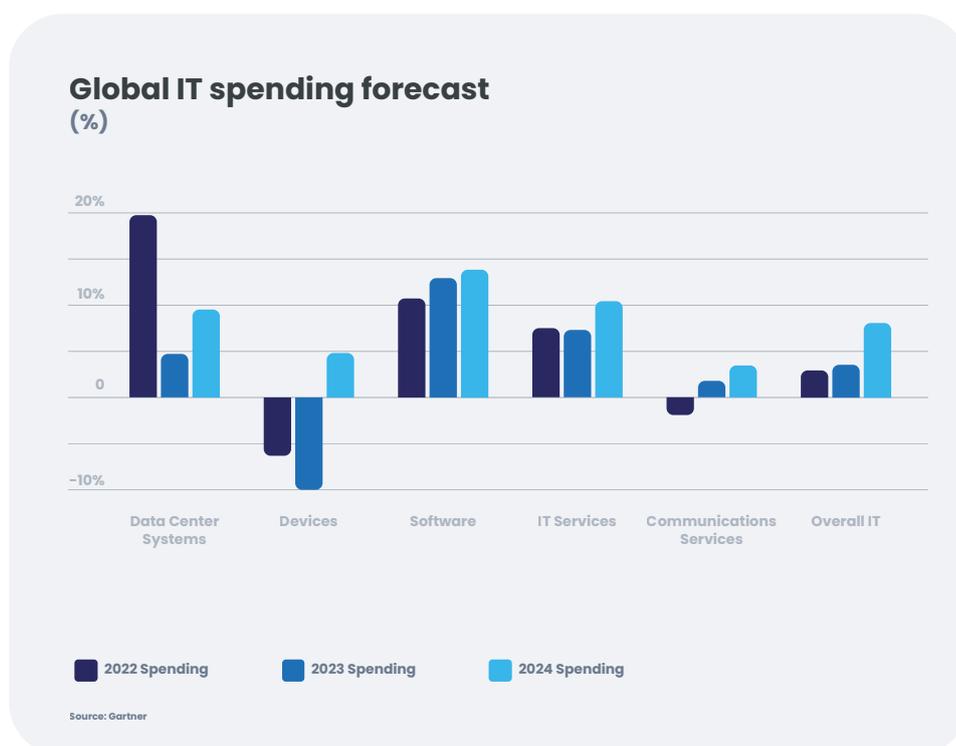
Inoltre, le buone notizie sono già incorporate nelle valutazioni.

Pertanto, anche se non prevediamo un "hard landing" (recessione marcata), ci sembra più probabile lo scenario di un mercato azionario orizzontale con un limitato potenziale di rialzo.

Quali regioni e settori dovremmo favorire nel 2024?

Se il mercato azionario nel suo complesso è privo di catalizzatori, esistono comunque temi e settori interessanti.

Negli Stati Uniti, i titoli tecnologici dovrebbero continuare a sovraperformare, sfruttando le loro capacità di innovazione, in particolare attraverso la monetizzazione dei servizi cloud e AI (+10%¹ di investimenti il prossimo anno). Bilanci solidi e bassi livelli di debito conferiscono al settore una maggiore resilienza di fronte a una recessione economica. Le valutazioni appaiono ragionevoli considerata la prevista crescita a lungo termine dal settore.



Nei paesi emergenti, vediamo opportunità sull'**America Latina**, che dovrebbe continuare a beneficiare della delocalizzazione dell'industria americana ("Nearshoring") in un contesto di resilienti prezzi delle materie prime. Le modeste aspettative di crescita degli utili, le valutazioni moderate e un contesto favorevole per le banche centrali dovrebbero sostenere i mercati della regione, in particolare del Brasile, che sta perseguendo riforme fiscali.

EPS Growth changes 2024 - Emerging Equities

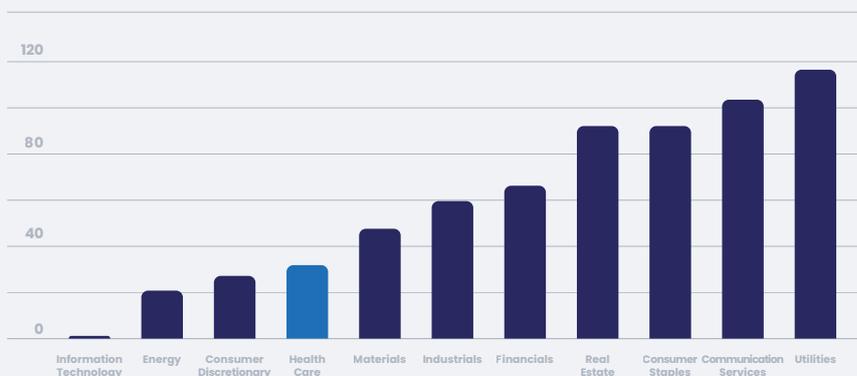


Source: Datastream, November 2023

In Europa, la situazione economica rimane più cupa, con una crescita debole senza un catalizzatore visibile nei prossimi mesi (persistente volatilità dei prezzi dell'energia, tassi di interesse di riferimento elevati, Germania che deve reinventarsi). Pertanto, privilegiamo le società meglio posizionate per difendere i propri margini, con un bilancio solido e in grado di beneficiare di un calo dei tassi nel 2024, come i titoli sanitari e di consumo di base.

- I **titoli sanitari**, ad eccezione di alcuni emittenti come Novo Nordisk², hanno principalmente sottoperformato il mercato nel 2023. Nel 2024 dovrebbero svolgere un ruolo difensivo, la loro capacità di innovazione sostiene i margini, mentre la loro attività sembra essersi normalizzata dopo la pandemia. Beneficiano della possibilità di prevedere affidabilmente l'andamento dei loro flussi di cassa, considerando l'assenza di una scadenza importante di brevetti prima della fine del decennio, e della possibilità di essere sorpresi positivamente dall'arrivo di nuovi farmaci sviluppati. Anche il basso livello di debito del settore rappresenta un vantaggio in un contesto di tassi di interesse elevati.

Net Debt to Equity European Equities (%)



Source: Bloomberg, November 2023

- I **beni di prima necessità** hanno un significativo potere di determinazione dei prezzi, consentendo loro di mantenere margini elevati e al contempo di beneficiare di una buona visibilità sulla propria attività. Nel 2023 la valutazione del settore ha subito un ribasso significativo a causa dell'aumento dei tassi e si prevede che beneficerà di un contesto più favorevole nel 2024. Infine, attraverso il suo aspetto difensivo, il settore ha la capacità di sovraperformare in un contesto di rallentamento economico.

In sintesi, il 2023 per le azioni è stato un anno favorevole, segnato però da una forte dispersione. Nella nostra ipotesi di una continuazione del soft lending per le economie sviluppate nel 2024, lo scenario di un mercato azionario orizzontale ci sembra più probabile, con un potenziale di rialzo limitato. Anche il potenziale di ribasso ci sembra relativamente improbabile, considerato lo spazio di manovra creato dalle banche centrali. L'episodio di tensione che ha colpito le banche americane a marzo ha dimostrato che la Fed, se necessario, è pronta a intervenire.

In questo contesto di rallentamento, preferiamo evitare titoli a leva elevata e andiamo a selezionare società che offrono resilienza e visibilità.

Negli Stati Uniti, i titoli tecnologici dovrebbero continuare a generare crescita, anche se l'entità della sovraperformance accumulata nel 2023 è difficile da riprodurre. In Europa, privilegiamo i titoli difensivi di qualità.

1 - Fonte Gartner - Previsioni di spesa IT 2024 ex Servizi di comunicazione
2 - Il valore è presente in alcuni portafogli gestiti da Candriam



Dovremmo preoccuparci della sostenibilità dei debiti pubblici nell' Eurozona?



Emile Gagna

Economist



Sylvain De Bus

Deputy Head of Global Bonds

Di fronte a una serie di shock (pandemia e aumento dei prezzi dell'energia), i governi hanno lasciato che i loro deficit si ampliassero per limitare le conseguenze economiche e sociali. L'approccio "whatever it costs" per mantenere i redditi durante la pandemia è stato seguito dall'approccio "whatever it costs" per proteggere il potere d'acquisto nonostante l'impennata dei prezzi dell'energia. Sebbene il basso livello del tasso di disoccupazione illustra il successo di queste politiche, l'aumento del peso del debito pubblico dà un'idea del costo di queste mosse: tra il 2019 e il 2023, questo peso è aumentato di 6 punti di PIL in Germania, 8 in Belgio, 9 in Spagna e Italia... e più di 12 in Francia! Ancora una volta, questo aumento del debito non riflette pienamente l'accumulo di deficit.

Il costo del "whatever it takes" ridotto dall'inflazione

L'equazione (2) nel riquadro mostra che il peso del debito aumenta in proporzione al deficit primario (cioè al netto degli oneri per interessi), ma anche in funzione della differenza tra il tasso di interesse medio sul debito (i) e crescita nominale (g). Questo effetto, solitamente chiamato "effetto valanga" (che aumenta il peso del debito quando il gap $i-g$ è positivo), questa volta ha attenuato l'aumento del peso del debito (il gap $i-g$ con valore negativo). Tra il 2020 e oggi, i governi hanno quindi beneficiato di una finestra favorevole, durante la quale, una crescita nominale superiore al tasso di interesse medio ha contribuito a ridurre la bolletta "a qualunque costo" (grafico a). Non dovrebbe sorprendere che l'effetto ha funzionato quando i tassi, ai quali i governi che hanno preso prestiti, sono aumentati notevolmente. Solo una parte del debito viene rinnovata ai tassi di mercato, con una scadenza media di circa otto anni: l'aumento di questi tassi si trasmette quindi solo molto gradualmente al costo medio del debito. L'effetto dell'impennata dei prezzi, quindi della crescita nominale, sul peso del debito è, invece, istantaneo! Tuttavia, le opportunità stanno svanendo...

L'aritmetica del debito

L'equazione del debito è:

$$D_t = (1 + i_t)D_{t-1} - P_t \quad (1)$$

con D_t , debito alla data t ; i_t , tasso di interesse nominale medio pagato in t ; P_t , saldo primario (ovvero escluso il pagamento degli interessi) alla data t : se positivo, è un avanzo primario e il suo ammontare riduce il debito.

Dividendo (1) per il PIL del periodo t , si dimostra che:

$$d_t - d_{t-1} = p_t + \frac{i_t - g_t}{(1 + g_t)} d_{t-1} \quad (2)$$

con g , tasso di crescita del PIL nominale; p , saldo primario rispetto al PIL e d , debito pubblico rispetto al PIL.

Un'aritmetica meno favorevole

Con un peso debitorio crescente e deficit primari ancora elevati rispetto al 2019, i governi stanno entrando in una fase meno favorevole. Anche se il costo medio del debito continuerà a salire, il calo dell'inflazione e le deboli prospettive di crescita non aiuteranno. Nel medio termine, i governi europei non hanno scelta: se vogliono evitare uno spostamento del peso del loro debito, devono riportare in pareggio il saldo di bilancio primario (grafico b). L'equazione è ancora significativamente più complicata per l'Italia: con un debito elevato, tassi di interesse elevati e una crescita piuttosto bassa, dovrà generare avanzi primari nel lungo termine.

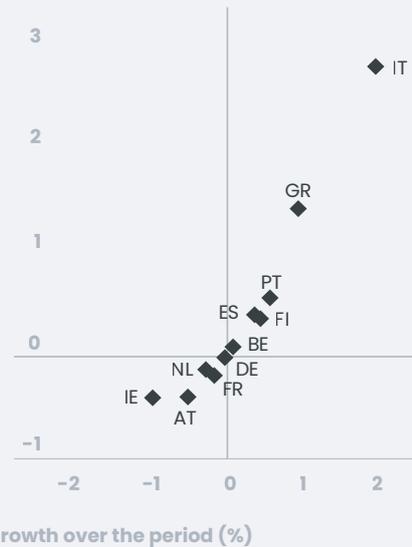
Per almeno tre paesi, gli sforzi da compiere nei prossimi anni sono tutt'altro che trascurabili: Francia, Belgio e Italia devono ridurre il loro deficit primario rispettivamente di 3, 3,5 e 4 punti di PIL. Tuttavia, questi paesi sono ben lontani dall'avere lo stesso track record: dalla creazione dell'Eurozona nel 1999, l'Italia ha

Interest rate differential – growth and primary balance by period

a. 2008–2023



b. medium term



2009–2014 2015–2019 2020–2023

Sources: LSEG Datastream, Candriam

avuto un deficit primario solo per cinque anni (nel 2009 e dopo la pandemia), mentre la Francia ha avuto avanzi primari, anche modesti, per cinque anni.

Nuove esigenze e spese

Il riequilibrio dei bilanci è tanto più necessario in quanto nuove esigenze di finanziamento si profilano all'orizzonte. La guerra in corso alle porte dell'Europa e, più in generale, i crescenti rischi geopolitici stanno spingendo molti governi ad aumentare la spesa per la difesa. Inoltre, l'invecchiamento demografico impone costi crescenti alle nostre società (salute, pensioni, ecc.) e la transizione energetica richiede notevoli sforzi di investimento, parte dei quali devono essere realizzati dal settore pubblico. Infine, la Commissione Europea stima che il raggiungimento degli obiettivi fissati (*Fit for 55*) costerà all'Unione Europea ulteriori 620 miliardi di euro all'anno; se il settore pubblico ne assorbe il 40%, la spesa pubblica risulta più elevata di 1,5 punti di PIL nel decennio!

Primary balance rebalancing effort needed to stabilize debt to GDP over the medium term (in % of GDP)

Effort (+) / Margin (-)



Sources: LSEG Datastream, Candriam

Che ruolo assumerebbe la banca centrale?

In questo contesto, la fine dei programmi di acquisto della BCE o addirittura la deflazione del suo bilancio complica ulteriormente l'equazione di bilancio: mentre la banca centrale ha assorbito una parte significativa delle emissioni sovrane negli ultimi anni, il settore privato ora dovrebbe prendere il sopravvento. È quindi essenziale prevenire l'insorgere di una dinamica come quella osservata all'inizio degli anni del decennio precedente. Infatti, al giorno d'oggi, la banca centrale sembra trovarsi in una posizione migliore per evitare eventuali dubbi sulla solvibilità di uno Stato. Nell'ambito del PEPP¹, la banca centrale può reinvestire i

proventi in titoli di paesi soggetti a indebite pressioni da parte dei mercati, ripercorrendo le strategie dell'estate 2022. Infine, a condizione che il debito pubblico del paese interessato sia ritenuto sostenibile, la BCE può attivare un ultimo strumento (*Transmission Protection Instrument*) e intervenire sul mercato secondario.

“I tempi stanno cambiando”

Le misure eccezionali di sostegno fiscale, approvate dalla Commissione Europea, hanno mitigato significativamente lo shock del Covid e gli effetti della crisi energetica. Tuttavia, hanno minato in modo significativo i margini fiscali di alcuni Stati della zona euro. Certamente, il rafforzamento della supervisione del settore bancario, in particolare l'aumento dei requisiti patrimoniali, riduce il rischio che emerga un circolo vizioso in cui le preoccupazioni sulla solvibilità delle banche e dei governi si autoalimentano. Ancora per qualche anno, il costo medio del debito rimarrà moderato, poiché i governi hanno generalmente approfittato dei tassi bassi prima della pandemia per estendere la scadenza del proprio debito. La massa di titoli sovrani che sarà assorbita dal settore privato sarà comunque elevata nel 2024 (poco più di 1.200 miliardi di emissioni lorde). In un contesto di tassi di interesse elevati, potenziale di crescita sfavorevole e notevoli esigenze di investimenti, la credibilità dei governi in materia di bilancio potrebbe essere messa alla prova.

Per coloro con situazione più degradata, la priorità è nell'impegnarsi a riportare il proprio budget su un percorso sostenibile. Il riequilibrio deve essere ancora graduale: nel momento in cui si discute di nuove regole fiscali, è importante ricordare la crisi del debito sovrano del 2011...



Turbolenza nella transizione energetica: Strutturale o ciclica?



Alix Chosson

Lead ESG Analyst for
Environmental Research
& Investments



Nicolas Cleris

Senior Credit Analyst



Nicolas Rutsaert

Senior Equity Analyst



**Marouane
Bouchriha**

CFA, Senior Fund Manager,
Thematic Global Equities

Tassi in aumento, modifica delle normative, costi dei fattori di produzione in rapida evoluzione: gli investimenti nelle energie pulite non sono mai stati così alti e così difficili come nel 2023.

Mentre i mercati sembrano spazzare via l'intero settore a causa dell'inflazione, è tempo di separare i cambiamenti strutturali dagli intoppi che inevitabilmente si verificano quando le industrie crescono... e che probabilmente si attenueranno.

La transizione continua

Nonostante le guerre, le interruzioni delle forniture, l'inflazione e l'incertezza geopolitica, l'energia pulita rimane in cima all'agenda della maggior parte dei governi – basti considerare il grande numero di partecipanti alla recente COP 28 a Dubai. Il cambiamento climatico rimane la principale sfida globale di questo secolo e la necessità di un'azione climatica decisiva non farà altro che aumentare di importanza man mano che la finestra d'azione si restringerà.

Al momento non abbiamo assistito a un rallentamento nel ritmo della transizione energetica. Al contrario, l'Agenzia internazionale per l'energia – IEA – prevede un altro anno record, con l'aggiunta di capacità rinnovabile che nel 2023 viene stimata fino a 440 GW, in aumento di oltre 100 GW rispetto alla capacità aggiunta nel 2022. Questo nonostante l'aumento dei costi nella maggior parte dei settori.

L'elettrificazione dei veicoli passeggeri sta avvenendo a un ritmo che l'IEA descrive come vicino a quello richiesto dal suo ambizioso scenario Net Zero. Un'auto su cinque vendute nel 2022 era elettrica, rispetto a solo una su 25 nel 2020¹.

Tuttavia, i mercati finanziari non sono stati molto favorevoli alle tecnologie pulite, e in particolare alle energie rinnovabili, nel 2023. Dopo diversi anni di ottime performance guidate da un forte sostegno normativo, il settore soffre ora di ostacoli macroeconomici, geopolitici e specifici del settore.

Si riuscirà a raggiungere l'obiettivo globale, delineato a Parigi, di triplicare le capacità rinnovabili entro il 2030? Dipenderà dalla capacità dei governi di sostenere gli incentivi agli investimenti a lungo termine in un contesto economico in evoluzione.

Redditività? È complicato.

Dopo diversi anni di miglioramento, l'economia delle energie rinnovabili è peggiorata per gran parte del 2023. Il costo livellato dell'energia (LCOE)² per il settore dell'energia pulita è aumentato dal 15% al 25% dal 2020 al 2023³, pur includendo anche alcuni segmenti in cui i costi sono effettivamente diminuiti. Nonostante questo, le nuove costruzioni basate sull'energia fossile rimangono una scelta dai costi molto più elevati e nel 2022 anche loro hanno subito la pressione sui costi degli input, derivanti dal gas e dal carbone.

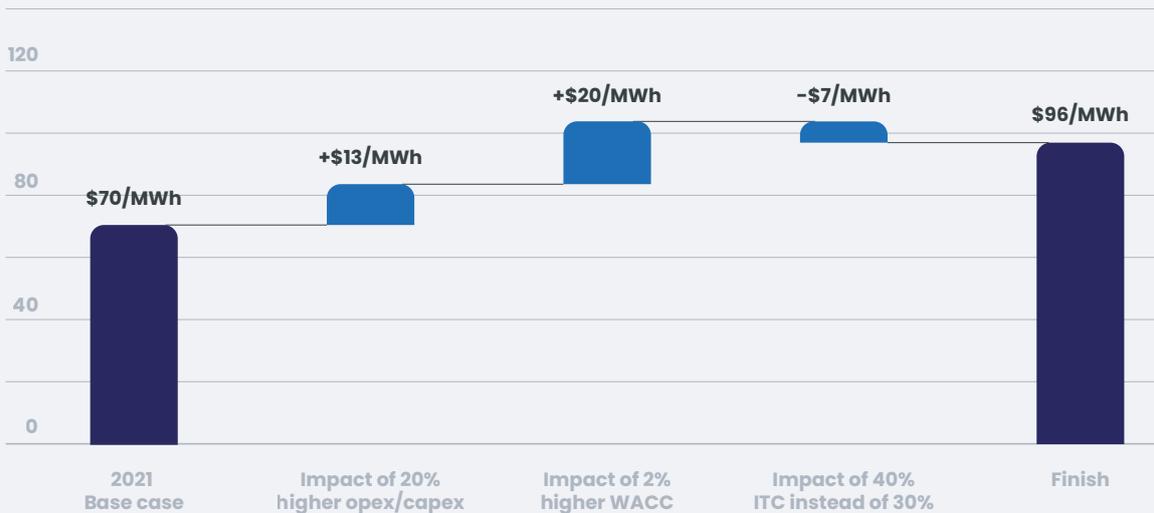
La redditività del settore delle energie rinnovabili è eterogenea, sia per tecnologia che per regione (più politica che geografica). Ma un LCOE più elevato non sempre significa una minore redditività, poiché i prezzi più alti dell'energia elettrica hanno favorito gli impianti esistenti di generazione rinnovabile.⁴

L'aumento dei tassi è stato decisamente una svolta secolare. Tuttavia, nonostante il forte aumento dei tassi di interesse e l'elevata spesa in questo settore, il costo del capitale è stato solo una parte della spiegazione del deterioramento dell'economia rinnovabile nel 2023. Il costo livellato dell'energia era peggiorato anche prima dell'aumento dei tassi di interesse, a causa dell'aumento dei costi di produzione (per avere chiarimenti, consiglio di esaminare un grafico dei prezzi dell'acciaio.) Sia che tu creda che l'inflazione generale sia un fenomeno temporaneo o una tendenza secolare, si spera che la drammatica interruzione dell'offerta degli ultimi due anni non sia la nuova normalità per i futuri costi di produzione. Fortunatamente, i costi dei fattori produttivi nel quarto trimestre del 2023 si stanno già attenuando rispetto alla forte sofferenza del 2022 e dell'inizio del 2023.

Offshore Wind Cost Change – 2023E

\$25/MWh real award price increase needed to offset higher input costs and WACC, net of better ITC

Impact of higher costs, WACC and ITC on required real'23 award price to maintain 250bp IRR-WACC spread in US



Source: BNP Paribas

Le energie rinnovabili rimangono competitive. Ma non tutte le tecnologie pulite sono uguali.

Nonostante l'aumento dei tassi e il colpo di frusta dei costi di produzione nel corso degli ultimi trimestri, le energie rinnovabili rimangono molto competitive su base LCOE. Prevediamo che ciò continui almeno fino al 2030, grazie sia ai miglioramenti tecnologici che alla regolamentazione di supporto, come l'Inflation Reduction Act negli Stati Uniti.

Tuttavia, le varie tecnologie e molte parti della value chain delle energie rinnovabili hanno mostrato livelli diversi di resilienza alle mutevoli condizioni economiche. **Il posizionamento tecnologico, il livello di integrazione e le dimensioni sono tutti fattori chiave.**

Guardiamo oltre le medie. Come in ogni settore in fase di sviluppo, ci sono leader e ritardatari. Grazie alla tecnologia e alla riduzione dei costi, alcune soluzioni di energia pulita si stanno diffondendo un po' più rapidamente di altre, come il fotovoltaico e i veicoli elettrici. Tra i punti deboli sicuramente troviamo gli insufficienti investimenti nelle reti energetiche e nei progetti eolici offshore. Senza una riprogettazione delle reti, parte dell'energia rinnovabile eolica e solare viene "decurtata", cioè semplicemente scaricata perché non riesce a raggiungere gli utenti finali. E non dimentichiamo che metà della crescita proviene dalla Cina, quindi è necessario guardare dietro i dati di crescita "principali".

Il complessivo potenziale di crescita è solido. Raddoppiare l'efficienza e triplicare le energie rinnovabili sono precondizioni necessarie per realizzare lo scenario allineato a Parigi (aumento delle temperature limitato a + 1,5°C). Gran parte del dibattito e delle domande sulla valutazione si concentrano sulla pipeline degli ordini e su quali tecnologie prevarranno, ma come per ogni nuova tecnologia – dalle ferrovie alle dot-com – le prospettive di crescita elevata possono portare a investimenti eccessivi e a una situazione di sovracapacità. Gli investitori dovrebbero analizzare queste tecnologie e i loro modelli di business con un'approfondita analisi tradizionale ed enfatizzare i vantaggi competitivi, la redditività, i contesti normativi e le condizioni finanziarie. I progetti prevedono per lo più flussi di cassa anticipati, ma alcune aziende del settore si trovano ad affrontare una quasi costante necessità di raccogliere capitali per sostenere la crescita prevista incorporata nelle valutazioni – un problema se il settore perde il vento a favore.

La regolamentazione rimane la principale tendenza secolare.

Oggi, la maggior parte dei progetti relativi alle energie rinnovabili coprono più del costo del capitale.⁵ Ma con tutti i fattori coinvolti, il quadro può cambiare velocemente. Se si vuole che gli investimenti del settore privato abbiano successo è importante che la regolamentazione sia prevedibile.

L'Europa e gli Stati Uniti terranno elezioni nel 2024 in cui i candidati di spicco saranno sostenitori dei combustibili fossili. L'Europa potrebbe adottare un tono meno incentrato sul clima. Anche la geopolitica giocherà un ruolo decisivo. Come risponderanno l'Europa e gli Stati Uniti all'importanza della Cina nelle catene di approvvigionamento delle tecnologie pulite? In che modo le disposizioni dell'IRA influenzeranno il mercato? L'Europa insisterà sul "protezionismo verde"?

L'obiettivo delle autorità è decarbonizzare le nostre economie e garantire la sicurezza dell'approvvigionamento energetico a un costo accessibile per i cittadini. Questo "trilemma" energetico è ancora più complicato quando i prezzi dell'energia sono alti, come dimostra il recente tentennamento del governo sulle aste delle rinnovabili non andate a buon fine. La complessità aumenterà ancora con l'incremento dell'uso delle rinnovabili e potrebbe scontrarsi con l'attuale funzionamento centralizzato "basato sull'ordine di merito" dei mercati europei dell'energia.

Le energie rinnovabili rappresentano una tendenza secolare in accelerazione. Il ritmo dell'accelerazione, nonché la resilienza e la redditività delle energie rinnovabili, dipendono dalla leadership. I governi devono impegnarsi con decisione nella transizione energetica. Devono adattarsi contemporaneamente al complicato contesto macroeconomico e all'intensificarsi dell'urgenza climatica. La geopolitica potrebbe diventare un nuovo fattore chiave in questo "trilemma" energetico, poiché la tecnologia pulita diventa una nuova arena per le strategie commerciali e un modo per dimostrare potere.

1 - International Energy Agency, World Energy Outlook 2023, ottobre 2023

2 - Per paragonare le varie tecnologie, guardiamo al costo livellato dell'energia (LCOE) - in cui, ovviamente, l'energia rinnovabile ha costi di capitale iniziali e diversi livelli di manutenzione, mentre l'energia da combustibili fossili richiede capitale iniziale e combustibile annuale costante.

3 - International Energy Agency, World Energy Outlook 2023, giugno 2023

4 - Il recente confronto dei costi tra la produzione di elettricità rinnovabile e quella termica è praticamente inutile per le previsioni a lungo termine, poiché la crisi energetica del 2022 in Europa ha causato un aumento dei costi di produzione termica nel 2022 e un calo nel 2023, ma i costi di produzione termica rimangono superiori alle medie a lungo termine.

5 - Ad esempio, secondo Bernstein, sulla base dei recenti prezzi d'asta, il tasso interno di rendimento (IRR) previsto per tutti i progetti eolici e solari onshore copre facilmente il loro costo medio ponderato del capitale (WACC), ad eccezione dell'asta eolica onshore spagnola del novembre 2022, che si è svolta al picco dei prezzi dell'acciaio. L'IEA è ottimista sulla crescita delle energie rinnovabili, in parte perché esiste una significativa capacità produttiva esistente nel solare. Ad esempio, si ritiene che alcuni produttori cinesi di energia solare operino solo al 25% della capacità.



Un disgelo primaverile per il Real Estate?



Lucie Hamadache

CFA, Credit Analyst



Simon Martin

Chief Investment Strategist
& Head of Research, Tristan
Capital Partners



René Clerix

CFA, Senior Institutional
Portfolio Manager – Equity

I mercati e gli investimenti immobiliari si sono sentiti “congelati” per gran parte del 2023. Le valutazioni immobiliari sono sotto pressione e il rifinanziamento è diventato più difficile. Eppure, sotto il ghiaccio, investitori e manager si stanno preparando per una stagione più calda.

Le proprietà sotto pressione

Con il crollo dei volumi dovuto al rapido aumento dei tassi di interesse, il numero delle transazioni in Europa fatica a raggiungere il 20% dei livelli pre-pandemia.¹ Con il mercato affamato di informazioni sui prezzi, negli ultimi 18 mesi i valutatori e i periti hanno basato in gran parte le stime degli immobili sulle variazioni dei tassi di interesse. L'entità e la volatilità dei costi del credito hanno fatto sì che, nella maggior parte dei settori, i tassi di capitalizzazione siano aumentati in modo significativo, riducendo i valori stimati. L'entità delle riduzioni dei prezzi è stata in qualche modo mitigata dalla forza relativa dei mercati del leasing/affitto e dagli accordi di indicizzazione che hanno effettivamente aumentato il reddito operativo netto.

Sebbene i prezzi siano diminuiti in tutto il mercato, l'entità è stata diversa a seconda del sottosegmento. Alcuni segmenti sono vicini al fondo, mentre altri probabilmente vedranno ulteriori diminuzioni dei prezzi.

Secondo Savills, i rendimenti da locazione dei principali distretti finanziari europei erano di circa il 4,5% per la prima metà del 2023, in aumento di 86 punti base rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente.

Il recente mercato degli uffici nell'area metropolitana di Parigi si è biforcuto, con le valutazioni del centro di Parigi in calo a metà del range a singola cifra, mentre le regioni periferiche hanno registrato cali a metà del range a doppia cifra dal secondo semestre del 2022, anche se partendo da livelli di base diversi. I rendimenti netti iniziali medi hanno raggiunto il 6,5% a La Défense, mentre gli asset del principale distretto finanziario di Parigi hanno registrato rendimenti locativi di circa 3%.

¹ - Analisi del capitale reale.

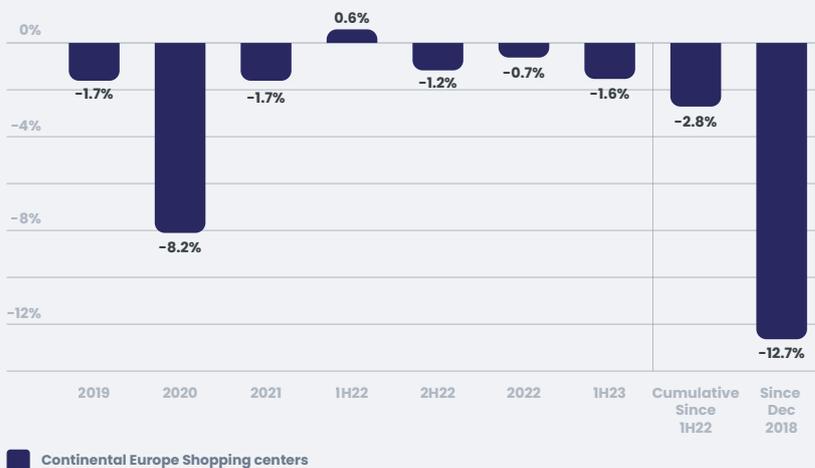
Paris in Two Parts: The Office Markets



Source: Candriam Analysis

I proprietari retail in Europa hanno dovuto affrontare perdite di valore immobiliare maggiore rispetto agli altri segmenti. Dalla prima metà del 2022, le valutazioni dei centri commerciali di prima qualità nell'Europa continentale sono diminuite solo del -3% circa, mentre sono scese di circa il -15% dal 2018 e ora offrono rendimenti iniziali netti di circa il 5,5% a partire dal primo semestre del 2023.

European Shopping Centres: Valuation Declines Slowing



Source: Candriam Analysis

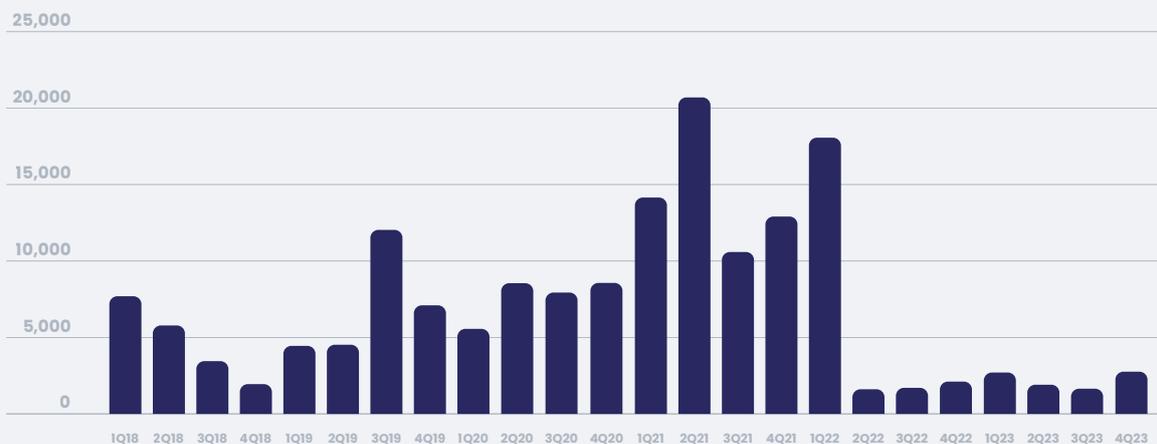
Il fabbisogno di rifinanziamento è elevato, ma i finanziatori sono timidi

Una conseguenza della lentezza delle transazioni è stata un'impennata dei rifinanziamenti. Chi ha bisogno di rifinanziarsi si è rivolto soprattutto a fonti di capitale privato. La propensione al prestito delle banche è diminuita drasticamente mentre i cambiamenti normativi bancari si stanno facendo sentire. Gli emittenti hanno risposto alla mancanza di interesse per il debito senior non garantito offrendo sicurezza alle banche.

Per quanto riguarda il debito quotato in borsa per i rifinanziamenti, il mercato delle obbligazioni senior era praticamente chiuso alla maggior parte degli emittenti immobiliari dal secondo trimestre del 2022, come mostrato nel grafico. Recentemente abbiamo visto dei "germogli verdi": alcuni grandi emittenti come Covivio e Unibail-Rodamco-Westfield sono tornati sul mercato primario, con gli investitori che mostrano un forte appetito per queste nuove emissioni.

Con esigenze di rifinanziamento così ampie, la priorità si è spostata sulla conservazione della liquidità, compresi i tagli ai dividendi, il rinvio delle richieste di debito ibrido e le cessioni di attività.

Real Estate Public Issuance has Dried Up EUR senior unsecured debt issuance in euro millions



Source: Bloomberg

I fondamentali nel lungo termine

I fattori a lungo termine supportano la performance operativa del settore. In Europa gli affitti cominciano ad aumentare e i posti vacanti diminuiscono. Per gli spazi migliori, dotati di forti credenziali "green", buoni servizi e posizione strategica, l'appetito degli occupanti è forte e in aumento. Le clausole di indicizzazione nei contratti di locazione e i bassi livelli di posti vacanti in beni di alta qualità hanno sostenuto gli affitti. Infatti, in alcuni settori, abbiamo assistito a una crescita significativa dei redditi, che ha ridotto l'impatto dei tassi di capitalizzazione più elevati. Inoltre, le valutazioni degli immobili stanno cominciando a stabilizzarsi.

I fondamentali **del mercato residenziale tedesco** sono al loro punto di forza da decenni. Infatti, il mercato più grande d'Europa (in termini di investimenti) sta vivendo il più grande squilibrio tra domanda e offerta da almeno una generazione. Le persone che cercano casa, si trovano ad affrontare tassi di posti vacanti estremamente bassi. La minore offerta, limitata sia dai maggiori costi di costruzione che da quelli di finanziamento, non è sufficiente a soddisfare l'aumento della domanda derivante dalle forti tendenze demografiche, aumentando il "gap" nel mercato immobiliare tedesco.

Lo spazio per uffici è stato sconvolto dalla tendenza allo smart working, con coloro alla ricerca di edifici sostenibili e in generale di "metri quadri migliori". Questa fuga verso la qualità ha fatto sì che gli asset primari siano più resilienti rispetto agli asset secondari.

Le risorse logistiche continuano a godere di una forte domanda, anche se si stanno normalizzando dopo l'ondata di pandemia. La mancanza di ubicazioni adeguate, la difficoltà nell'ottenere permessi di costruzione, la crescita dell'e-commerce e l'appetito per l'onshoring della supply chain dovrebbero continuare a trainare la crescita nel lungo termine.

I centri commerciali, insieme ad altri punti vendita fisici, soffrono da tempo dell'e-commerce, seguito dalla pandemia. Le valutazioni furono tagliate ancor prima che i tassi di interesse iniziassero a salire. I fondamentali dei centri commerciali europei stanno beneficiando della ripresa post-pandemica e, con rendimenti locativi più elevati rispetto ad altri segmenti, sono meno sensibili ai tassi di interesse elevati, se continuano con una buona performance operativa.

I mercati capitali

Con le strutture di capitale ridotte, gli investitori immobiliari ben capitalizzati intravedono un'opportunità. Una manciata di player chiave hanno raccolto capitali, che hanno reso disponibili dei finanziamenti significativi per investimenti immobiliari. Inoltre, alcuni proprietari di asset reali con una maggiore propensione al rischio stanno valutando la possibilità di tornare in alcuni sottosettori che presentavano un elevato indebitamento durante l'ultima fase del ciclo positivo, in particolare in Germania e Svezia, e lasciano trapelare significative opportunità di ricapitalizzazione.

Le società immobiliari più avvedute hanno approfittato dei bassi tassi d'interesse per prolungare i loro profili di scadenza a costi molto bassi. Nel nuovo contesto dei tassi di interesse, l'attenzione si è spostata sulla leva finanziaria netta e sui rapporti di copertura degli interessi.

Questo potrebbe tradursi in opportunità di investimento per diverse classi di attivo. I mercati azionari hanno severamente penalizzato le società immobiliari, rendendo attraenti alcune di quelle con una leva finanziaria inferiore e/o scadenze del debito più lunghe, ancora meglio se le aziende hanno operazioni solide con flusso di cassa libero.

Per i debiti quotati in borsa, i rendimenti del 5%-6% combinati con livelli di emissione più tipici potrebbero rendere il 2024 un anno cruciale, soprattutto se i tassi di interesse si stabilizzassero e le transazioni riprendessero. Questo tipo di contesto dovrebbe favorire gli emittenti di alta qualità con bilanci sani e buone prestazioni operative.

Vediamo un'opportunità per il capitale privato, soprattutto se i valori immobiliari sono vicini al loro livello minimo. L'effetto combinato di tassi e spread ha elevato i rendimenti potenziali dei prestiti senior garantiti a "equity-like". È molto raro che gli investitori europei nel debito privato siano pagati così bene e abbiano un terreno di gioco così aperto su cui lavorare.

Il mercato non è più freddo come il ghiaccio.

Conclusione

Mentre il mercato immobiliare può sembrare ancora "congelato" man mano che ci avviciniamo all'inverno, i principali attori non sono in letargo. Il settore offre opportunità per i partecipanti consapevoli del rischio. I fornitori di capitali e gli investitori possono ora sfruttare l'incertezza e la volatilità degli ultimi due anni a proprio vantaggio, a condizione che facciano i loro compiti.

Il 2024 è l'anno in cui il "gelo" si trasforma in "disgelo"?



Le nuove stelle nascenti nella galassia dei Mercati Emergenti



Paulo Salazar

Head of Emerging Markets Equity



Kroum Sourov

Lead ESG Analyst, ESG Sovereign Research



Vivek Dhawan

CFA, Portfolio Manager, Emerging Markets Equity



Alfred Sandeman

Analyst, ESG Sovereign Research



In un panorama in continua evoluzione caratterizzato da tensioni geopolitiche, dal cambiamento climatico e da un riorientamento economico globale, si sta sviluppando un Megatrend riconoscibile. La crescita si sta gradualmente spostando verso i paesi in via di sviluppo al di fuori della Cina, uno spostamento intensificato dai vantaggi demografici e da una struttura economica globale in cambiamento. Mentre le fratture geopolitiche favoriscono il “near-shoring”, alcune nazioni in via di sviluppo si trovano ad affrontare sfide poiché la loro situazione demografica, un tempo vantaggiosa, ora comporta rischi a causa dell’invecchiamento della popolazione. La portata trasformativa legata al cambiamento climatico e all’intelligenza artificiale complica ulteriormente l’equazione economica globale.

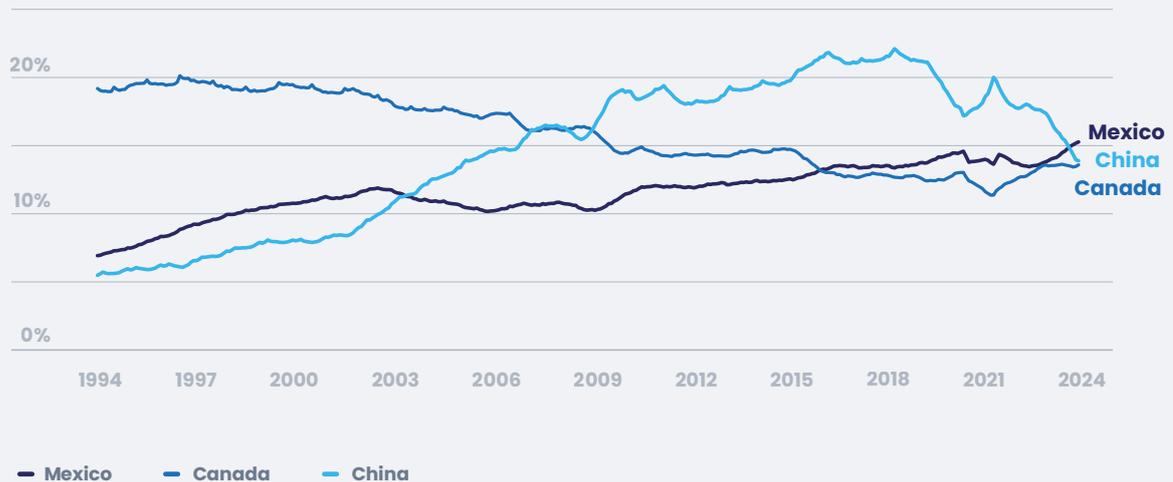
Rimescoliamo le carte del commercio globale

Gli anni '90 hanno visto l'ascesa della rivoluzione tecnologica moderna, che ha portato all'outsourcing e all'offshoring della produzione in paesi con manodopera più economica e standard ambientali più rilassati. Il rimescolamento delle supply chain o delle strategie “Cina più uno” crea opportunità per molti altri paesi in via di sviluppo, in particolare in Messico, India e Sud-Est asiatico, dove le aziende globali hanno iniziato a investire in supply chain alternative.

Il **Messico** è emerso tra i primi vincitori data la sua vicinanza geografica agli Stati Uniti ed è già diventato il principale partner commerciale statunitense. Tornando in Asia, gli sforzi di diversificazione della supply chain stanno fornendo incentivi alla crescita per le aziende manifatturiere e orientate all'esportazione in **India**, in settori come quello farmaceutico, biotecnologico e manifatturiero elettronico.

Mexico has become the US's largest trading partner

As a % of US total Imports



Source: Candriam, BNEF, December 2023

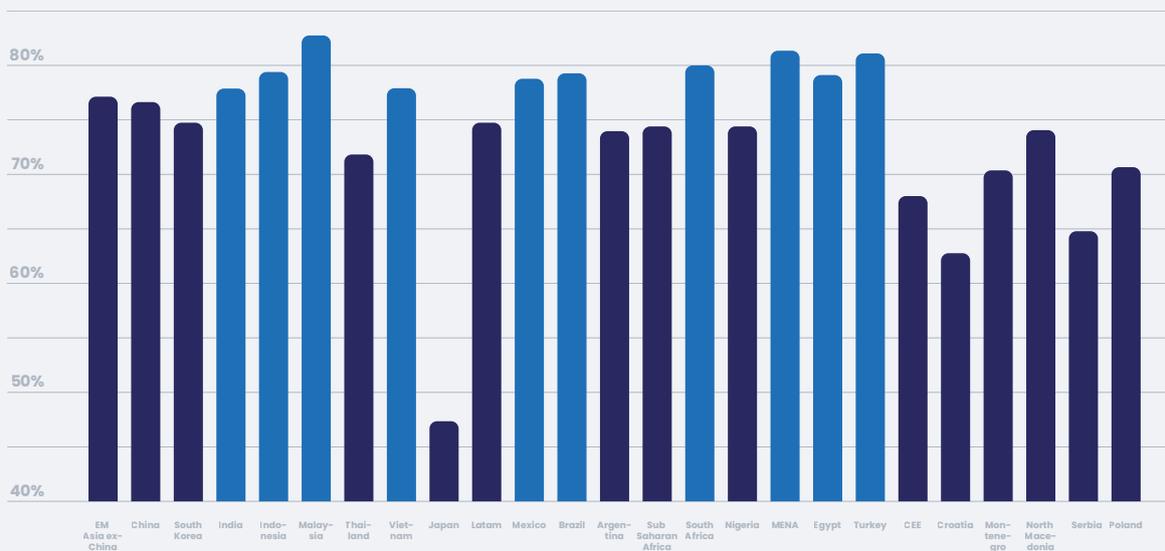
Quando si considera il potenziale di ciascun Paese di trarre vantaggio dalla nuova economia globale decarbonizzata, dobbiamo considerare le dinamiche demografiche e la capacità del Paese di prendere parte attiva alla trasformazione e sfruttare nuove fonti di domanda a livello nazionale e più locale.

I dividendi demografici si stanno inclinando a favore dei nuovi leader nei Mercati Emergenti

Da molti anni la Cina beneficia di una percentuale sostanziale di popolazione in età lavorativa; tuttavia, sta subendo uno spostamento demografico verso una popolazione che invecchia man mano che si sviluppa. Per ottenere una prospettiva più chiara, dobbiamo considerare vari fattori che influiscono sulla

futura crescita della domanda. Il nostro modello di sostenibilità sovrana fornisce ulteriori approfondimenti sulle prospettive di crescita di ciascuna regione e paese. Per tenere conto delle condizioni del mercato del lavoro, compresa la composizione di genere, la partecipazione alla forza lavoro, i profili settoriali e le condizioni di lavoro, bisogna apportare delle modifiche ai dati sulla popolazione in età lavorativa per tenere conto delle condizioni del mercato del lavoro. Inoltre, l'influenza dei sistemi sanitari si estende tra le persone al di sopra dell'età lavorativa e i soggetti molto giovani. Nel valutare tale potenziale, la percentuale di giovani in ciascun paese dovrebbe tenere conto della qualità e della disponibilità dell'istruzione. In base a questa metrica, i paesi come **India, Indonesia e Malesia** sono destinati a ottenere risultati più favorevoli in futuro.

Population-driven potential Population ages 15-64 (% of total population)



Source: The World Bank, Candriam Sovereign Sustainability Framework

Nuove alleanze nella transizione energetica aprono le strade di crescita per i Mercati Emergenti al di fuori della Cina

Il mondo sta vivendo la transizione verso nuove tecnologie che guidano l'elettrificazione dell'economia globale, con particolare attenzione alla tecnologia delle batterie e ai semiconduttori. Minerali critici come litio, nichel, cobalto, grafite e manganese, fondamentali per le batterie dei veicoli elettrici, si trovano ad affrontare delle supply chain concentrate e dominate principalmente da Australia e Cina. Le considerazioni geopolitiche e le strategie politiche negli Stati Uniti e nell'UE mirano a ridurre la dipendenza su supply chain straniere.

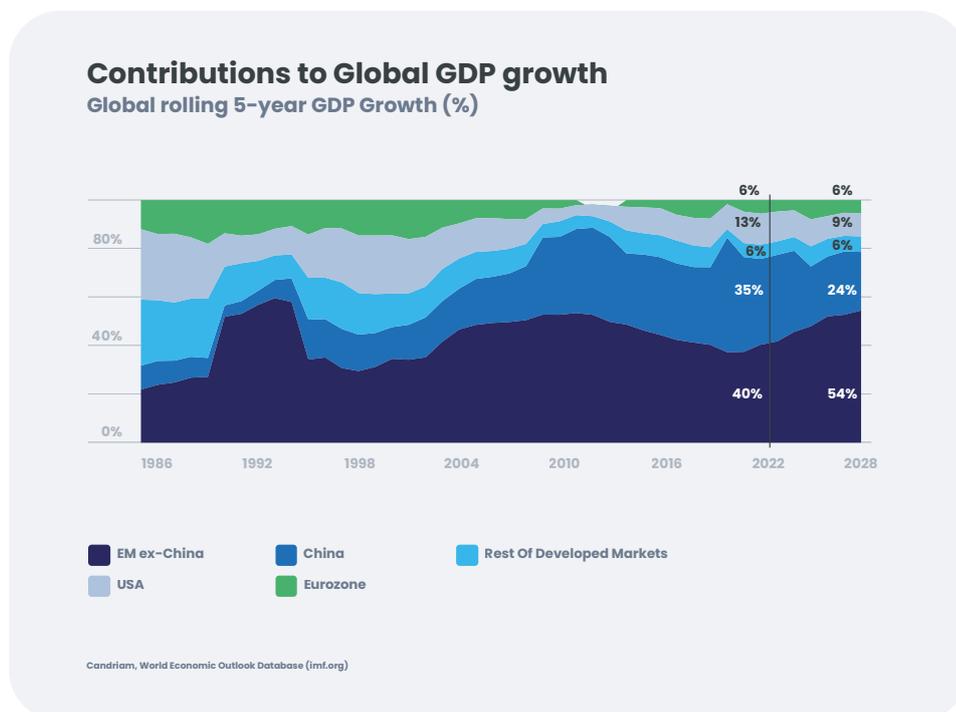
In termini di estrazione mineraria, si possono compiere sforzi di diversificazione, in particolare nel settore della grafite, dove Europa e Brasile detengono riserve sostanziali. Sono cruciali il miglioramento delle indagini geologiche nei Mercati Emergenti, insieme ai progressi nella tecnologia del riciclaggio. Attualmente, la Cina domina la produzione di celle di batterie, ma Corea e Giappone svolgono un ruolo vitale a valle. Con politiche di sostegno e cambiamenti geopolitici, altri paesi in via di sviluppo potrebbero potenzialmente recuperare terreno.

La transizione energetica europea o statunitense si allinea con i paesi partner al di fuori della Cina, offrendo loro, i paesi in via di sviluppo, una opportunità di crescita. Leggi come il Critical Materials Act dell'UE¹ e l'Inflation Reduction Act degli Stati Uniti² costruiscano le basi per una opportunità di transizione energetica in paesi come la **Corea**³, **l'Indonesia** e **l'America Latina**.

I Mercati Emergenti ex Cina importanti alla value chain dell'IA

La supply chain globale dei semiconduttori è dominata da **Taiwan e Corea del Sud**, regioni che hanno un'elevata rappresentanza nei Mercati Emergenti ex Cina. Esaminando da più vicino la ricca value chain dell'IA nei paesi in via

di sviluppo, si esalta la loro importanza nel fornire strumenti per la *gold rush* globale all'intelligenza artificiale, dagli hotspot di produzione di semiconduttori e hardware in Asia all'emergere di tecnologie innovative come il HBM (High Bandwidth Memory) e CoWoS (Chip-on-Wafer-on-Substrate). Di conseguenza, queste regioni appaiono come motori chiave degli sviluppi strutturali e tecnologici lungo la supply chain dell'intelligenza artificiale, che promettono una potenziale e sostanziale crescita negli anni a venire.



In conclusione, le opportunità di investimento nei Mercati Emergenti vanno ben oltre la Cina e si trovano in un momento cruciale. **Le dinamiche demografiche favorevoli, i cambiamenti geopolitici positivi e le opportunità nella transizione energetica e nelle supply chain dei semiconduttori possono posizionare questi mercati a guidare la crescita globale in modo sostenibile.** Non dovrebbe sorprendere che i Mercati Emergenti ex Cina costituiranno il principale motore di crescita globale nei prossimi anni. La realizzazione di queste opportunità di crescita li incoroneranno come contributori significativi dell'espansione economica globale. Sotto la vigilanza globale, questi mercati dovranno essere all'altezza della situazione a proseguire il percorso verso una crescita sostenibile e robusta nel panorama economico globale in continua evoluzione.

1 - Legge europea sulle materie prime critiche, https://commission.europa.eu/strategy-and-policy/priorities-2019-2024/european-green-deal/green-deal-industrial-plan/european-critical-raw-materials-act_en

2 - La legge sulla riduzione dell'inflazione e il CHIPS alimentano il boom dell'edilizia con i protagonisti principali di Intel, TSM e Samsung Investor's Business Daily, <https://www.investors.com/news/inflation-reduction-act-chips-fuel-construction-boom-with-intel-tsm-and-samsung-key-players/>

3 - UE e Repubblica di Corea - Partenariato verde, https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/ip_23_2816



Il settore sanitario svolgerà il ruolo difensivo previsto il prossimo anno?



Rudi Van den Eynde

Head of Thematic Global Equity



Antoine Hamoir

CFA, Senior Fund Manager / Senior Equity Analyst Health Care & Consumer

Il settore sanitario riporta, con resilienza, indicatori promettenti, sebbene non in buone condizioni come alla fine della pandemia.

2023: un settore deludente e senza fiato

Il settore sanitario è generalmente visto come difensivo, in crescita sequenziale e stabile. Tuttavia, il settore ha deluso nel 2023, quando il mondo doveva affrontare molti problemi, dall'inflazione al rallentamento economico e alla guerra. Le ragioni sono varie:

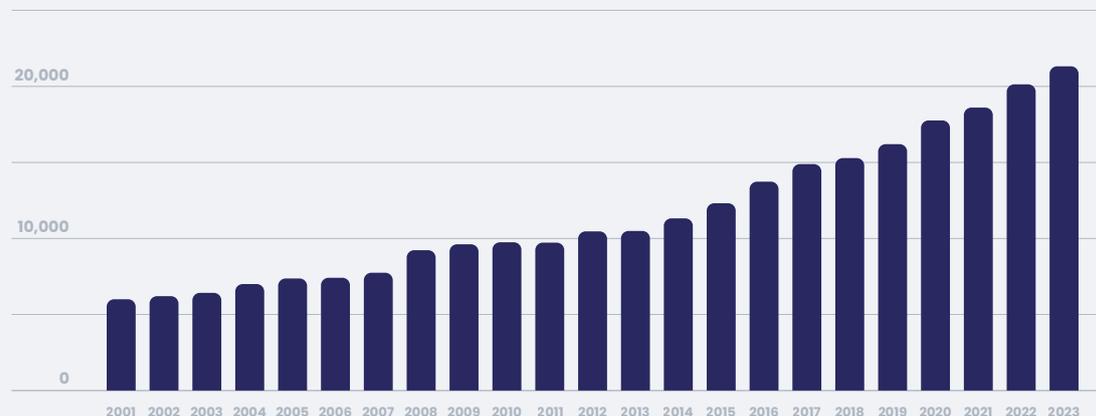
- La forte attenzione degli investitori all'intelligenza artificiale e alla tecnologia in generale ha lasciato fuori dalla ribalta molti altri settori.
- La generale sottoperformance delle società a piccola e media capitalizzazione ha colpito duramente il settore innovativo della biotecnologia.
- Infine, il de-stocking dei clienti del settore life sciences (bioprodotto e ricerca biomedica) ha colpito alcune aziende e il contesto post-pandemia ha ovviamente penalizzato quelle aziende che avrebbero potuto aumentare le vendite in base all'esposizione, diretta o indiretta, al vaccino e ora devono affrontare confronti difficili.

Come prevediamo il 2024?

Molti ostacoli stanno scomparendo: la pandemia covid sta diventando più facile nel 2024, con molte aziende del settore *life sciences* che stanno stabilizzando il de-stocking dei clienti e preparando per far fronte ai nuovi ordini.

Inoltre, la sottoperformance determinata dal contesto macroeconomico rende le valutazioni attuali un'opportunità interessante. Il rapporto prezzo/utili del sottosectore farmaceutico, pari a 15, indica una sottovalutazione, che è al di sotto della sua media a lungo termine¹. Questo diventa particolarmente intrigante se si considera che i temi core, come l'innovazione, rimangono intatti. Ad esempio, solo nel 2023, la FDA ha approvato almeno 60 nuovi farmaci, un aumento significativo rispetto alle 39-53 approvazioni dei quattro anni precedenti (dati più recenti all'8 dicembre 2023)².

Total R&D pipeline size by year, 2001-2023



Source: Pharmaprojects, January 2023

Altre notizie rendono l'analisi più favorevole:

- La repressione da parte del governo cinese della corruzione nell'ecosistema ospedaliero ha avuto un impatto negativo anche su alcune aziende esposte alla Cina: gli ospedali hanno congelato e limitato tutti gli ordini di nuove attrezzature e di materiali di consumo, lasciando strada alle indagini. Si prevede che questo impatto negativo diventi nuovamente un fattore positivo (ordine di recupero) entro l'inizio del 2024.

- Un grande aspetto positivo (almeno per il settore sanitario) deriva dallo scenario economico: segnali di rallentamento sono già evidenti in molte regioni, come la Cina e alcuni paesi europei, ma prevediamo che l'economia statunitense si muoverà a un ritmo più lento nel 2024, per la ripercussione dei tassi di interesse elevati. L'inflazione si sta già moderando e ci aspettiamo che questa "normalizzazione" continui, aprendo lo spettro di tagli dei tassi da parte della FED nel 2024, con un calo anche dei tassi a lungo termine. La combinazione di una crescita più lenta con tassi più bassi è un macro mix molto interessante per il settore sanitario; rispetto ad altri settori, il settore sanitario è molto meno dipendente dalle condizioni economiche: la domanda per le cure è sempre presente, indipendentemente dalle condizioni economiche. I tassi più bassi aumenteranno la fiducia degli investitori nei confronti delle società biotecnologiche, non ancora redditizie ma innovative.

Si prevede che la temperatura supererà i 40 gradi per la categoria di farmaci GLP-1 contro l'obesità, un problema sanitario globale, che ha colpito oltre il 40 %³ degli adulti statunitensi nel 2020 e che potrebbe salire al 50% entro il 2035. Le conseguenze dell'obesità sono gravi e comportano una serie di spese sanitarie correlate. La storia dei farmaci antiobesità è stata segnata da preoccupazioni sulla sicurezza e ritiri dal mercato, che hanno portato allo scetticismo terapeutico, mentre gli approcci basati sulle modifiche dello stile di vita spesso si rivelano insufficienti per una perdita di peso prolungata. Le opzioni terapeutiche iniziali erano piene di effetti fuori bersaglio, come bassa specificità dei recettori, attivazione sostitutiva della dopamina portando alla dipendenza ed effetti collaterali comportamentali. Dopo 100 anni di insuccessi, l'approvazione di una nuova classe di farmaci mirati al glucagon-like peptide-1 (GLP-1) segna un cambio di paradigma, offrendo per la prima volta nella storia trattamenti ragionevolmente tollerabili ed efficaci per la perdita di peso, dopo essersi rivelati utili come medicinali per il diabete. Il contributo, guidato dai dati positivi sulle comorbidità, ottiene i sostegni commerciali e governativi. L'attenzione alla sicurezza e agli endpoint tangibili, come eventi cardiovascolari e mortalità, modella il panorama clinico e normativo, con le terapie GLP-1 che finora hanno dimostrato efficacia.

Il settore potrebbe riscontrare alcune infezioni persistenti

Alcuni sottosettori della *health care* hanno tuttavia sofferto, poiché gli investitori temono che i dispositivi cardiovascolari o gli impianti ortopedici vedranno una minore domanda e che le persone saranno più sane. Riteniamo che i farmaci GLP-1 siano efficaci e rappresentino un grande passo avanti nel trattamento dell'obesità; tuttavia, viviamo il declino delle aziende di tecnologia medica quando i problemi cardiovascolari e simili hanno molteplici eziologie, essendo anche il risultato di decenni di sovrappeso. Pertanto, consideriamo questa come un'opportunità di acquisto per le aziende MedTech interessate. Inoltre, i pazienti molto obesi non sono idonei per alcuni interventi chirurgici specifici e il passaggio a un indice di massa corporea (BMI) meno estremo potrebbe consentire a tali pazienti di qualificarsi, ad esempio, per un'anca artificiale, quindi l'impatto del GLP-1 può anche avere alcuni effetti positivi per le aziende di tecnologia medica. Gli studi di Novo Nordisk rivelano che i benefici per la salute erano meno visibili per i pazienti statunitensi, per ragioni ancora non chiare, forse legate a un BMI basale molto elevato. Il presupposto che i disturbi cardiovascolari e simili sarebbero scomparsi, come alcune reazioni stock, sembra esagerato.

Le elezioni americane sono positive per il benessere sociale?

Con le elezioni presidenziali negli Stati Uniti (e alcuni seggi al Congresso aperti alla rielezione) esiste il rischio di commenti negativi sui costi del settore sanitario. Tuttavia, pensiamo che questa volta potrebbe essere diverso, poiché il settore *health care* non sembra essere il campo di battaglia individuato. Le elezioni vertono maggiormente sul commercio internazionale, sulla sicurezza e su questioni sociali e societarie in generale, quindi abbiamo meno paura della retorica negativa durante queste elezioni.

Questo non significa che non ci si concentri sui costi sanitari in generale.

Nel 2022, il presidente Biden ha firmato l'*Inflation Reduction Act*, che include disposizioni per Medicare. In base a questa legge, i Centers for Medicare & Medicaid Services (CMS) saranno ora in grado di negoziare i prezzi dei farmaci. CMS selezionerà i farmaci con la spesa totale più elevata tra i primi 50 farmaci qualificanti provenienti da un'unica fonte. L'elenco cumulativo inizierà con 10 farmaci della *Part D* (somministrati a domicilio) nel 2026, 15 della *Part D* nel 2027, 15 della *Part B* (somministrati in ospedale) e della *Part D* nel 2028 e 20 del 2029.

I farmaci negoziabili sono di marca o biologici senza generici/biosimilari, idonei solo dopo essere stati sul mercato per 9-13 anni, a seconda del tipo di farmaco. Bisogna notare che i farmaci vanno comunque incontro alla perdita di esclusività (LOE) o al *patent cliffs*. La protezione di 12 anni per i biologici offerta nel piano Biden è comunque vicina all'effettiva protezione brevettuale dopo l'inizio della commercializzazione di cui gode de facto un nuovo farmaco. Quindi, alla fine, l'impatto del piano è piuttosto limitato.

Inoltre l'IRA specifica anche i fattori che portano all'esclusione dei prezzi dalle trattative, come i farmaci orfani, i farmaci con disponibilità di generici/biosimilari o quelli di piccole aziende biotecnologiche.



L'impatto preciso del piano rimane incerto a causa di vari fattori, tra cui l'ambiguità nel linguaggio dei negoziati e le cause legali in corso nel settore farmaceutico. Date le imminenti elezioni presidenziali, anche l'attuazione di questo piano nel 2026 è tutt'altro che sicura.

Mentre il 2024 inizia con ancora molta incertezza, gli investitori nel settore sanitario dovranno esercitare discernimento e analisi approfondite nella selezione dei titoli e nella costruzione del portafoglio. Siamo convinti che l'innovazione e le aziende che faranno un passo avanti nello sviluppo dei farmaci rappresentino la migliore protezione contro qualsiasi interferenza politica. Negli Stati Uniti, l'innovazione sarà sempre premiata; il piano di Joe Biden, infatti, protegge l'innovazione escludendo i farmaci di nuova approvazione da qualsiasi negoziazione sui prezzi per un periodo di tempo considerevole, dando visibilità alle aziende originarie e innovatrici.

Riteniamo che il settore sanitario sarà più resiliente nel 2024. Qualunque sarà il futuro, saremo lì a supportare voi e i vostri portafogli per beneficiare di queste opportunità. Vi auguriamo un 2024 in buona salute!

1 - Fonti: Bloomberg, media 2018-2022, indice: MSCI World Pharmaceuticals

2 - Nuovi farmaci alla FDA: Nuove entità molecolari e nuovi prodotti biologici terapeutici del CDER, FDA, <https://www.fda.gov/drugs/development-approval-process-drugs/new-drugs-fda-cders-new-molecular-entities-and-new-therapeutic-biological-products> e Approvazioni biologiche per anno, FDA, <https://www.fda.gov/vaccines-blood-biologics/development-approval-process-cber/biological-approvals-year>

3 - Lobstein, T., Brinsden, H., & Neveux, M. (2022). Atlante mondiale dell'obesità 2022 "Obesity Exceptionalism: It's Different This Time. Framing the Opportunity and Challenges for a New Era of Obesity Treatment" (settembre 2023) di BMO Capital Markets



Stati Uniti: Cosa possiamo aspettarci nell'anno elettorale?



Nicolas Forest

Chief Investment Officer



Emile Gagna

Economist



**Florence Pisani,
PhD**

Global Head of
Economic Research



Nadège Dufossé

CFA, Global Head of
Multi-Asset

Il 5 novembre 2024 si terranno le elezioni presidenziali americane e senza dubbio saranno al centro dell'attenzione dei mercati il prossimo anno. Un nuovo duello Biden-Trump sembra ora il più probabile, ma il traguardo è ancora lontano e altri scenari potrebbero verificarsi. A prescindere da ciò, anche se il duello Biden-Trump dovesse ripetersi, questa volta gli effetti sui mercati finanziari potrebbero essere ben diversi. Che cosa possiamo imparare dalle osservazioni del comportamento del mercato durante un anno elettorale? Quali conseguenze potrebbero avere queste elezioni per l'economia statunitense? La volatilità del mercato azionario aumenterà? I dubbi sulla sostenibilità del debito pubblico americano diventeranno più pressanti?

"It's the economy, stupid"... **Davvero?**

A un anno dalle elezioni presidenziali, la crescita rimane dinamica. Al 15 dicembre, l'indice S&P 500 ha raggiunto un livello record, il movimento disinflazionistico è ben avviato, i dati sulla disoccupazione si stanno avvicinando ai minimi storici, la disparità tra i salari si è ridotta e il movimento di reindustrializzazione è in corso! I risultati economici dell'amministrazione Biden sono quindi lusinghieri, soprattutto se paragonati alle aspettative della maggior parte degli osservatori. Infatti, alla fine del 2022, molti di loro credevano che un irrigidimento della Federal Reserve potesse solo spingere l'economia degli Stati Uniti in recessione... anzi, non era forse quello l'unico modo per abbassare l'inflazione?

Ipotizzare che questi buoni risultati metteranno Biden nella posizione di essere rieletto, tuttavia, sarebbe un po' eccessivo. Lo stato d'animo di molte famiglie americane probabilmente non è così favorevole come suggeriscono gli indicatori: anche se l'inflazione è in calo, i prezzi sono significativamente più alti rispetto a prima della pandemia (+25% per i prodotti alimentari, +20% per le auto nuove e addirittura +35% per le auto usate). Anche l'aumento dei tassi di interesse, sia per il credito al consumo che per i mutui, potrebbe avere un impatto negativo su questa percezione, gravando sui bilanci delle famiglie e sull'accessibilità economica delle case. Infine, in un contesto politico estremamente polarizzato, non è affatto certo che queste elezioni saranno decise solo in base alla performance economica e del mercato azionario!

Come si comportano i mercati durante un anno elettorale?

Sebbene sia difficile trarre lezioni dagli episodi precedenti, il comportamento storico del mercato azionario durante l'anno elettorale offre alcune lezioni. La volatilità tende ad essere più elevata del solito mentre la performance del mercato azionario risulta leggermente inferiore ai livelli "normali". Il limite di questi studi è, ovviamente, la piccola dimensione del campione e il fatto che gravi recessioni possono influenzare significativamente i rendimenti in alcuni anni elettorali. Questi studi, tuttavia, rivelano diverse lezioni: dal 1984, la performance media del mercato azionario durante l'anno elettorale è stata positiva, anche se più debole che in altri anni.¹ Questa performance è sostenuta dalla crescita degli utili societari, che generalmente beneficia di condizioni economiche favorevoli nel periodo precedente alle elezioni, mentre anche il premio per il rischio tende ad aumentare. L' aumento della performance e l'aumento della volatilità potrebbero essere spiegati dalla crescente incertezza che circonda la politica economica negli anni elettorali. Dall'estate in poi, l'indice "economic policy uncertainty" tende a salire, scendendo solo una volta noti i risultati.

Una politica fiscale vincolata

I mercati saranno attenti alle scelte fiscali dei candidati. Anche se le agende non sono ancora chiare, D. Trump ha promesso di estendere i "suoi" tagli fiscali: emanati nel 2017, scadranno nel 2025. Secondo CRFB,² il costo per il Bilancio ammonterebbe a circa 3,3 trilioni di dollari in dieci anni (3,8 trilioni di dollari se si include l'aumento degli interessi). A parità di altre condizioni, ciò aumenterebbe il deficit di oltre un punto percentuale del PIL e spingerebbe il debito pubblico al 125% del PIL nel 2033, rispetto al 115% se la politica rimanesse invariata (cioè se i tagli fiscali venissero lasciati scadere).

Finanziare questi tagli fiscali, come annunciato dall'ex presidente Trump, con un aumento del 10% delle tariffe su tutte le importazioni americane potrebbe, sulla carta, portare 2,5 trilioni di dollari al bilancio in dieci anni. Tuttavia, questa cifra verrebbe probabilmente ridotta da una contrazione delle importazioni e da un calo della crescita e, ancora più importante, una tale misura metterebbe l'economia globale sulla strada di una guerra commerciale su vasta scala! Riequilibrare il bilancio riducendo le spese discrezionali non legate alla difesa, come proposto anche dall'ex presidente Trump, è illusorio. Oggi tale spesa rappresenta appena il 3% del PIL e tagliarla di oltre il 30% non è realistico.

Le elezioni probabilmente saranno più un problema settoriale per i mercati azionari, piuttosto che uno macroeconomico.



Moody's ha recentemente ribadito i rischi associati alla situazione fiscale del paese, mettendo il rating AAA in osservazione negativa. Come reagiranno i mercati obbligazionari al continuo aumento del peso del debito e ad un possibile declassamento del rating statunitense? La fiducia degli investitori nella capacità del governo di gestire il proprio debito si è costantemente erosa nel corso degli anni: i credit default swaps (CDS) statunitensi sono già saliti da 10 punti base nel 2021 a oltre 50 punti base alla fine di novembre (erano già saliti a oltre 70 punti base all'inizio del 2023, durante l'impasse sul tetto del debito).³ Gli investitori avranno buone ragioni per essere nuovamente preoccupati...

Sfide settoriali piuttosto che macroeconomiche

Con un margine di manovra fiscale che ora è più limitato, le elezioni probabilmente saranno più un problema settoriale per i mercati azionari, piuttosto che uno macroeconomico.

Eppure, per i mercati, le posizioni delineate dai candidati indicano direzioni radicalmente opposte. J. Biden ha promesso un settore dell'elettricità decarbonizzato entro il 2025 e la neutralità carbonica entro il 2050. La precedente amministrazione Trump si era ritirata dall'accordo di Parigi e aveva abrogato diverse leggi e regolamenti sulla protezione ambientale. Siamo abbastanza sicuri che Trump continuerebbe in questa direzione nel caso venisse rieletto. Allo stesso modo, anche il futuro dell'ACA (Affordable Care Act) potrebbe essere seriamente compromesso. Potrebbero avere ripercussioni sui mercati anche le proposte dei candidati per regolamentare l'intelligenza artificiale, che non sono dunque da sottovalutare. Tuttavia, la composizione della maggioranza presidenziale sarà importante quanto il candidato eletto. Nessuno dei due sarà in grado, come presidente, di mantenere le sue promesse a meno che il suo partito non ottenga la maggioranza al Congresso.

Politica monetaria sotto pressione...

Anche la questione dell'indipendenza della Federal Reserve potrebbe preoccupare i mercati. D. Trump ha spesso attaccato la banca centrale, a volte in termini violenti – nel 2019, ha definito il suo capo, J. Powell, un “bonehead” (testa dura) – e ha cercato di nominare all'interno della Fed Judy Shelton, una feroce oppositrice dell'istituzione e una fervente sostenitrice del ritorno al gold standard. Nel caso Donald Trump dovesse essere rieletto, J. Shelton potrebbe entrare nella Fed (a condizione, ovviamente, che il Senato non si opponga nuovamente), o addirittura guidare la Fed al posto di Jerome Powell, il cui mandato di presidente scade a gennaio 2026. Ritornare all'indipendenza della banca centrale, o anche solo accennarvi, prima ancora che il ricordo del recente episodio inflazionistico sia svanito, sarebbe pericoloso.

Verso un aumento dei premi per il rischio azionario e della volatilità...

I programmi di D. Trump e J. Biden porteranno quindi l'economia americana su percorsi molto diversi. Fintanto che nessun favorito emerge chiaramente, è probabile che l'incertezza continui a gravare sui mercati azionari, andando ad alimentare la volatilità. Guardando il passato, sebbene non sia sempre una guida “affidabile”, ricordiamo che nelle elezioni del 2020 Biden ha ricevuto 7 milioni di voti in più rispetto al suo avversario, ma, a causa delle complessità del sistema elettorale degli Stati Uniti, l'esito dell'elezione è stato deciso da meno di 100.000 voti in pochi stati! La cosa peggiore per i mercati, ovviamente, sarebbe che l'incertezza non venisse eliminata il 5 novembre 2024...



1 - Analisi Candriam, dati Bloomberg.

2 - Comitato per un bilancio federale responsabile, organizzazione senza scopo di lucro.

3 - Fonte: Bloomberg®. Dati al 2 maggio e al 30 novembre.



Quale portafoglio diversificato avremmo nel 2024?



Nadège Dufossé

CFA, Global Head of Multi-Asset

Alla ricerca di una “nuova” normalità

L'arrivo della pandemia nel 2020 ha cambiato la mentalità degli investitori. Il susseguirsi degli shock da Covid e crisi energetica hanno introdotto punti estremi nelle serie economico-finanziarie. Come in ogni fenomeno a ondate, questo rumore comincia ad attenuarsi. Il 2023 è caratterizzato da performance economiche disomogenee e risultati aziendali contrastanti. Poiché l'anno si chiude con una nota positiva per obbligazioni e azioni, ma caratterizzato da un'elevata dispersione delle performance e da un significativo rischio idiosincratco, quale portafoglio dovremmo costruire per il 2024?

Il 2024 dovrebbe offrire una migliore visibilità agli investitori

Una migliore visibilità o migliore leggibilità? Probabilmente entrambi. Alcuni dati economici stanno finalmente tornando in territorio “conosciuto”. L’inflazione ha ceduto e dovrebbe rapidamente scendere sotto il 3% sia negli Stati Uniti che nell’Eurozona¹, abbandonando il primo gradino delle preoccupazioni degli investitori. Allo stesso modo, il divario nella crescita economica tra i paesi dovrebbe ridursi significativamente con l’assorbimento degli shock nel 2024 o 2025, secondo le previsioni del FMI. Lo stesso vale per la politica monetaria: siamo alla fine del ciclo di stretta monetaria, con le banche centrali che sono riuscite nella loro missione e si sono concesse spazio di manovra. La questione centrale per gli investitori è cambiata, da “se ci saranno tagli dei tassi” a “quando questi avranno luogo”.

Il *sentiment* degli investitori, così come il loro posizionamento, è tornato molto più positivo rispetto all’inizio dell’anno. Per il 2024, la questione rimane: quanto ci stiamo avvicinando a quest’ambiente, che apparentemente sembra più prevedibile e più comprensibile?

Le variazioni strutturali dei tassi modificano l’equilibrio del portafoglio

La svolta delle banche centrali americane ed europee dovrebbe, infatti, avvenire l’anno prossimo, ma nel nostro scenario centrale non prevediamo un taglio significativo dei tassi. Oggi siamo molto vicini agli obiettivi dei tassi americani e tedeschi per il 2024. L’inflazione ha decelerato rapidamente, ma le aspettative di inflazione a medio termine (5-10 anni) sono ancorate al 3% negli Stati Uniti, un livello in linea con la media conosciuta nel periodo 1998-2008². La persistenza di un contesto di tassi più elevati modifica l’equilibrio di un portafoglio diversificato, con gli investitori che dispongono di una gamma più ampia di asset che offrono rendimenti reali positivi.

Tendendo conto dei rendimenti attesi su azioni e obbligazioni a fine anno, gli investitori sembrano poco incentivati ad aumentare il livello di rischio del proprio portafoglio. Secondo le nostre ipotesi, le performance attese sui mercati azionari

non sono sufficienti a coprire il rischio di crescita economica deludente e quadro geopolitico intenso. Il 2024 è infatti l'anno in cui la metà della popolazione mondiale andrà alle urne! Sul fronte obbligazionario, il carry garantisce un rendimento per gli investitori.

Il nostro portafoglio target per il 2024 privilegia quindi le obbligazioni rispetto alle azioni, con una *duration* più lunga, dopo che le banche centrali americane ed europee hanno confermato il loro orientamento nell'ultima riunione di dicembre. Nelle obbligazioni, investiamo in debito pubblico (compresi i titoli in dollari, con copertura valutaria). Privilegiamo inoltre il credito di qualità (*investment grade*) in euro e dollari. Infine, il debito emergente offre rendimenti interessanti sia in dollari che in valute locali e dovrebbe avere buone performance in un mondo caratterizzato da una crescita più debole ma positiva e da un dollaro più debole.

Un investimento selettivo in azioni

I mercati azionari stanno integrando ancora una volta uno scenario "Goldilocks"³ loro favorevole alla fine del 2023. Partendo dal livello attuale degli indici principali, prevediamo un rendimento a una cifra, sostenuto da una crescita degli utili e da un rendimento da dividendi contenuti ma positivi ([si prega di consultare l'articolo sulle azioni](#)). Immaginiamo quindi i mercati azionari senza alcuna tendenza di rilievo, con un potenziale al rialzo e al ribasso limitato. Infatti, in caso di crescita deludente o di shock esogeno, al giorno d'oggi, le banche centrali potrebbero intervenire più facilmente.

Sebbene il mercato nel suo insieme ci sembri privo di catalizzatori, riteniamo tuttavia che **esistono opportunità più interessanti su determinati temi**. Questo è il caso delle società difensive di qualità, appartenenti a **settori sanitari e dei consumi non ciclici**. Questi settori hanno sottoperformato significativamente nel 2023, penalizzati in parte dall'aumento dei tassi e, in definitiva, da una crescita molto più forte del previsto negli Stati Uniti. Nel 2024, queste società offrono il duplice vantaggio di una minore sensibilità ai cambiamenti del ciclo economico e di valutazioni relativamente interessanti. Restiamo positivi anche nei confronti delle aziende del **settore tecnologico e dei beneficiari dell'IA**. La performance del loro mercato azionario è supportata da una crescita superiore degli utili, che dovrebbe continuare l'anno prossimo, mentre il contesto dei tassi di interesse non dovrebbe ostacolare la loro valutazione. Infine, troviamo opportunità nei titoli che hanno sofferto di vendite, talvolta, forzate e indifferenziate. Questo è

il caso delle **capitalizzazioni più piccole in Europa e negli Stati Uniti**. La loro ripresa duratura sarà tuttavia condizionata dal buon andamento delle attività di business.

“Fare previsioni è difficile, soprattutto quando si tratta del futuro.” Se ci sbagliassimo?

Sarà la nostra allocazione in prova di scenari possibili? Se i timori di recessione riemergessero, i titoli di stato dovrebbero avere buone performance e contribuire a coprire parzialmente la parte più rischiosa del portafoglio, soprattutto le azioni. La correlazione tra le due asset class, obbligazioni e azioni, diventerebbe nuovamente negativa in un contesto di inflazione normalizzata. Altri asset potrebbero fare da cuscino al calo delle azioni: l'oro, lo yen o anche gli investimenti alternativi dovrebbero ottenere buoni risultati in questo contesto.

Per un portafoglio diversificato, l'inflazione in salita costituirebbe, nel complesso, lo scenario più sfavorevole, presentando un rischio al ribasso sia per le obbligazioni che per le azioni sulla scia del 2022. Pertanto, per limitare il calo del portafoglio, è opportuno privilegiare la liquidità e l'esposizione ad alcune materie prime come l'oro o l'energia (petrolio).

L'ultima tipologia di rischio è quella di rischio esogeno, come il rischio geopolitico e il rischio per la stabilità finanziaria. Questo tipo di shock provoca un forte aumento della volatilità che deve quindi essere valutato in termini di impatto sulle attività e conduce al primo scenario: i titoli di stato, l'oro, lo yen e gli investimenti alternativi possono proteggere parzialmente un portafoglio diversificato.

Privilegiamo quindi un approccio equilibrato e selettivo per il 2024: per la parte obbligazionaria, siamo alla ricerca di carry con una duration più lunga, esposizione al credito *investment grade* e al debito emergente; per la parte azionaria, un'esposizione più specifica a determinati temi che presentano un potenziale di rialzo maggiore rispetto a quello degli indici: i consumi non ciclici, il settore tecnologico, le capitalizzazioni minori.

1 - Secondo le stime di Candriam.

2 - Fonte: Bloomberg

3 - Scenario di "Riccioli d'Oro": uno scenario ideale di un'economia né troppo forte né troppo debole.

Investire con convinzione: conclusione



Nicolas Forest

Chief Investment Officer

Mentre i nostri esperti si impegnavano il mese scorso a esporre le loro convinzioni per il 2024, è innegabile che il mercato stava già, almeno in parte, anticipando lo scenario sperato!

La persistente caduta dell'inflazione e il deterioramento dei dati macroeconomici hanno riacceso le speranze che la politica monetaria si normalizzasse più rapidamente del previsto, andando a sostenere un taglio di 100 punti base dei tassi di interesse e una buona performance delle asset class rischiose.

Tuttavia, il rally di fine anno non deve farci dimenticare le dieci domande strutturali che ci siamo posti durante questo periodo.

Il costo del denaro è certamente diminuito, ma le aspettative di tagli dei tassi non sono diventate troppo rapide e troppo pronunciate? Le politiche delle banche centrali si normalizzeranno nel 2024, ma manterranno in ogni caso

tassi più elevati rispetto all'ultimo decennio. Determinare il livello "neutrale" nel contesto attuale è tutt'altro che facile.

Scommettere su "[Tassi elevati...per quanto tempo?](#)"

è una mossa audace! I tagli dei tassi e il loro timing dipenderanno dall'entità del rallentamento economico e dalle future tendenze dell'inflazione.





I bond sono tornati alla ribalta! Sebbene i premi al rischio si siano certamente compressi, il carry è ancora presente. La selezione resterà fondamentale, soprattutto sulla parte più indebitata.

"I rendimenti obbligazionari offrono una moltitudine di opportunità... ma bisogna scegliere attentamente".

Negli ultimi anni gli stati si sono indebitati pesantemente per mitigare le conseguenze economiche e sociali della pandemia e della crisi energetica. **"Dovremmo preoccuparci della sostenibilità dei debiti pubblici nell'Eurozona?"** Anche se il costo medio del debito pubblico continuerà a salire, il calo dell'inflazione e le deboli prospettive di crescita non contribuiranno a ripristinare l'equilibrio delle finanze pubbliche. In un anno elettorale, l'evoluzione dei deficit sarà un punto da tenere d'occhio.

L'ascesa dei tassi ha in gran parte congelato il mercato immobiliare nel 2023, ma un processo di disgelo potrebbe presentarsi! **"Un disgelo primaverile per il Real Estate?"** Si presentano opportunità in diverse classi di attività con strutture relativamente solide, compreso il debito privato.

Nel 2023, le azioni hanno finalmente avuto un anno favorevole, caratterizzato però da una forte dispersione. **"Nel 2024, Le azioni possono crollare anche senza un "hard landing"?"** Sebbene il potenziale al rialzo ci sembra improbabile dopo il rally di fine anno, alcuni titoli ci sembrano ancora interessanti:

- Alcune aziende, attive soprattutto nel settore sanitario, stanno beneficiando dell'evoluzione demografica e della loro forte capacità innovativa, dopo aver affrontato venti contrari lo scorso anno. **"Il settore sanitario svolgerà il ruolo difensivo previsto il prossimo anno?"**

- Il settore delle energie rinnovabili è stato scosso dall'ascesa dei tassi, dall'aumento dei costi di produzione e sta mostrando una redditività in calo. Ma la transizione energetica prosegue e resta una priorità e come in ogni settore ci saranno vincitori e vinti. Posizionamento tecnologico, livello di integrazione e dimensioni saranno fattori chiave. "[Turbolenza nella transizione energetica: fenomeno ciclico o strutturale?](#)".
- Esistono opportunità anche nei paesi emergenti, al di fuori della Cina. Dinamiche demografiche favorevoli, sviluppi geopolitici positivi e opportunità nei settori della transizione energetica e dei semiconduttori stanno conferendo ad alcuni paesi un nuovo ruolo nella crescita globale. "[Le nuove stelle nascenti nella galassia dei Mercati Emergenti](#)".

**Mentre i nostri esperti si
impegnavano il mese scorso
a esporre le loro convinzioni
per il 2024, è innegabile che
il mercato stava già, almeno
in parte, anticipando lo
scenario sperato!**



Oltre alle sfide economiche, le questioni elettorali saranno un elemento chiave del calendario! Infatti, il 60% del Pil globale sarà influenzato dalle elezioni, compresi gli Stati Uniti il prossimo novembre. Sebbene un nuovo duello Biden-Trump sembri ora lo scenario più probabile, c'è ogni possibilità che l'incertezza pesi sui mercati e alimenti la loro volatilità. ["Stati Uniti: Cosa possiamo aspettarci nell'anno elettorale?"](#).

In definitiva, in un ambiente geopolitico instabile, un'economia fragile e un anno pieno di sfide, ["Quale portafoglio diversificato avremmo nel 2024?"](#). Il nostro portafoglio target per l'inizio del 2024 privilegia le obbligazioni rispetto alle azioni e un investimento selettivo. Riteniamo che vi siano opportunità nelle società difensive appartenenti al settore sanitario e dei consumi non ciclici, nel settore tecnologico e nelle aziende che beneficiano del tema dell'intelligenza artificiale. Non dimentichiamo che l'oro, lo yen e le strategie alternative possono proteggere il portafoglio.

Io e il team di investimento di Candriam vi auguriamo un 2024 eccezionalmente prospero! Insieme, rimaniamo fermamente impegnati a lavorare a stretto contatto con voi per superare le sfide e cogliere tutte le opportunità che si presenteranno. Possa quest'anno essere sinonimo di successo e di risultati fruttuosi. Insieme, costruiamo un futuro finanziario sostenibile e promettente!



144 Mld€

**AUM a fine
giugno 2023***



+600

**Professionisti
esperti**



+ 25 anni

**leader negli
investimenti sostenibili**

Questa è una comunicazione di marketing. Si prega di fare riferimento al prospetto dei fondi e al documento contenente le informazioni chiave prima di prendere qualsiasi decisione di investimento definitiva. La presente comunicazione di marketing non costituisce un'offerta di acquisto o di vendita di strumenti finanziari, né rappresenta una raccomandazione di investimento o conferma alcun tipo di transazione, salvo ove espressamente concordato. Sebbene Candriam selezioni attentamente i dati e le fonti all'interno di questo documento, errori o omissioni non possono essere esclusi a priori. Candriam non può essere ritenuta responsabile per eventuali perdite dirette o indirette derivanti dall'utilizzo di questo documento. I diritti di proprietà intellettuale di Candriam devono essere rispettati in ogni momento, il contenuto di questo documento non può essere riprodotto senza previa approvazione scritta.

Avvertenza: le performance passate di un determinato strumento finanziario o indice o di un servizio o strategia di investimento, o le simulazioni delle performance passate, o le previsioni delle performance future non prevedono i rendimenti futuri. Le performance lorde possono essere influenzate da commissioni, canoni e altre spese. I rendimenti espressi in una valuta diversa da quella del paese di residenza dell'investitore sono soggetti alle fluttuazioni del tasso di cambio, con un impatto negativo o positivo sui guadagni. Se il presente documento si riferisce ad un trattamento fiscale specifico, tale informazione dipende dalla situazione individuale di ciascun investitore e può cambiare.

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

*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.