

A symphony for a new dawn

**Our convictions,
your resolutions.**



2023





Indice.

Un migliore punto di partenza per gli investitori.	p.4	Small cap europee: si dice che la storia non si ripete mai. Ma, spesso, non fa rima?	p.25
ESG: Tre accordi per porre fine alla cacofonia.	p.9	Impact: per creare un impatto reale e quantificabile, cos'altro si può fare se non investire con « l'anima »?	p.30
Il « Ballo » sottile delle banche centrali: per ora niente passi falsi.	p.13	Debito privato e criteri ESG: piccole società, grande sfida per i dati.	p.34
Governi e banche centrali: Un « Mariage forcé » (matrimonio forzato) per la transizione energetica?	p.15	Rendimento assoluto e decorrelazione: i numerosi strumenti di un'orchestra.	p.37
CTA: « La cavalcata delle Valchirie ».	p.17	EM Corporate Bonds – mercati interessanti in vista: assicuratevi di fare le scelte giuste!	p.42
Impegno: La « Sinfonia Incompiuta » bella come quella di Schubert.	p.21		
Costruire un « Nuovo Mondo »: Investimenti Tematici.	p.24		



Il real estate è come l'opera.

p.46

Lago dei cigni, con sfumature di grigio.

p.48

Multi-gestione: in che modo più voci possono risultare armoniche?

p.49

Una lenta « marcia funebre » per l'era dei combustibili fossili.

p.53

Net Zero con i mercati emergenti: prima che scocchi la mezzanotte.

p.54

India: gli astri si stanno finalmente allineando?

p.59

La fuga dei tassi d'interesse: i rendimenti obbligazionari sono tornati, ma è rimasto tutto uguale?

p.64

Obbligazioni sostenibili: un passo indietro e due avanti.

p.66

Accelerando: Il tempo ci porta verso un'economia circolare.

p.69

Il prossimo ritmo? Allegro moderato!

p.70



Un migliore punto di partenza per gli investitori.



Vincent Hamelink
Chief Investment
Officer

2022 in LA minore

Quando, alla fine del 2021, gli investitori ritenevano che lo shock della pandemia di Covid-19 potesse essere ormai alle spalle, pochi si aspettavano lo scoppio della guerra in Europa solo poche settimane dopo.

Oltre al pesante bilancio di vite umane, l'impatto immediato di quella dura realtà è stato l'evaporazione della sicurezza energetica in Europa e un brusco aumento dei prezzi dell'energia. Il prezzo del gas è aumentato di cinque volte e il prezzo del petrolio è più che raddoppiato nell'arco di due anni. Siamo potenzialmente in una crisi più grave di quella degli anni '70. Questa crisi, che ci preoccupa tutti, non riguarda solo i prezzi dell'energia, ma anche la sicurezza dell'approvvigionamento per l'Europa.

Dall'inizio di questo decennio, la pandemia ha rappresentato uno sconvolgimento e la guerra un acceleratore per gli

operatori dei mercati finanziari e le banche centrali. Già prima dell'inizio sapevamo che la prima fase del ciclo di inasprimento delle banche centrali sarebbe stato un momento delicato per navigare nei mercati. Ma la funzione di reazione della banca centrale ha in ultima analisi portato a un'anticipazione della stretta monetaria inaudita per l'attuale generazione di investitori.

Tuttavia, a causa di un 2022 particolarmente difficile per i mercati finanziari, oggi gli investitori si trovano davanti a un punto d'ingresso migliore rispetto ad appena un anno fa, sia per il reddito fisso, sia per le azioni. Solo un anno fa, il nostro rendimento annualizzato atteso per i cinque anni successivi si attestava ad un scarso 3,1% per un portafoglio UEM bilanciato 50/50. I rendimenti attesi a medio termine sono diventati più interessanti grazie al ripristino del rendimento dell'obbligazionario e al calo delle valutazioni azionarie. Di conseguenza, la stessa misurazione è ora salita al 5,5%.

Il 2022 è stato difficile, di nuovo

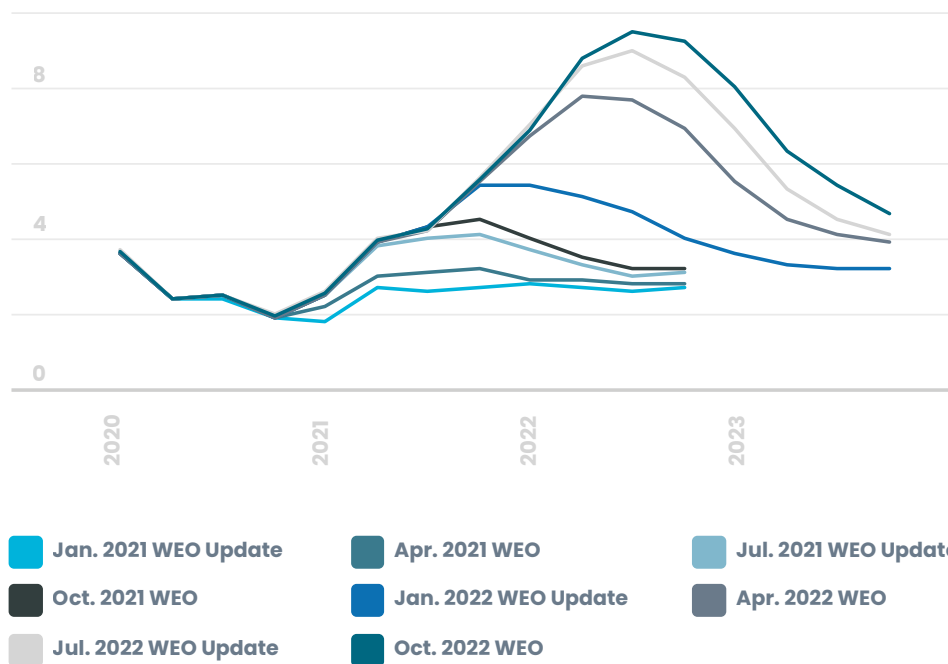
Molti paesi hanno visto un aumento dell'inflazione a livelli inauditi da decenni. Già sotto pressione a causa delle tensioni sulle catene di approvvigionamento, l'inflazione è aumentata a seguito dell'invasione russa dell'Ucraina. L'invasione ha causato una grave crisi energetica in Europa e gravi difficoltà per i paesi a basso reddito a causa delle pressioni sui prezzi dei generi alimentari.

Il persistere e l'aumento dell'inflazione hanno spinto le banche centrali di tutto il mondo a invertire la propria politica monetaria accomodante: nell'ultimo semestre, raramente il mondo ha assistito a un cambiamento così sincronizzato

verso politiche restrittive sulla crescita! Non sorprende che la correzione sui mercati finanziari sia stata dolorosa: i mercati azionari e obbligazionari globali hanno subito una brusca correzione.

Nel 2023, l'incertezza geopolitica, l'irrigidimento delle condizioni finanziarie e un potere d'acquisto intaccato dovrebbero continuare a pesare sulla crescita, ma è probabile che il picco dell'inflazione sia già stato raggiunto. Per i mercati finanziari, la buona notizia è che molte cattive notizie sembrano già state scontate!

Global Inflation Forecasts : Serial Upside Surprises (Percent)



Source : FMI

Le tensioni geopolitiche perdureranno oltre il 2023

Nell'ultimo decennio, il mondo è passato da un'era di post-guerra fredda a quella che viene spesso definita « Competizione delle grandi potenze », un mondo di maggiore competizione tra Stati Uniti e Cina, oltre che tra Russia e Occidente. In prospettiva, il braccio di ferro politico, economico e militare tra Occidente e Russia dovrebbe perdurare per gran parte del 2023, mentre è improbabile che si attenuino le tensioni tra Stati Uniti e Cina sull'accesso alle tecnologie strategiche e la minaccia di un intervento militare della Cina a Taiwan. In questo contesto, le sfide delle partnership globali in materia di sicurezza, dell'integrazione finanziaria, della resilienza della catena di approvvigionamento e della migrazione non sono più sullo sfondo: la geopolitica continuerà a plasmare le prospettive economiche e costituirà una fonte di volatilità per i mercati finanziari.

Inflazione più elevata e crescita inferiore come punto di partenza

Oltre all'incertezza geopolitica, la stretta delle condizioni finanziarie e l'inflazione ancora elevata continueranno a frenare la crescita globale nel 2023. Le banche centrali delle principali economie continueranno a concentrarsi sull'inflazione. Con l'inizio del rallentamento delle economie e l'emergere di fragilità finanziarie, è inevitabile che le richieste di una svolta verso un allentamento delle condizioni monetarie siano destinate a farsi più forti. In questo contesto, l'attività nelle economie avanzate resterà sottotono nel 2023.

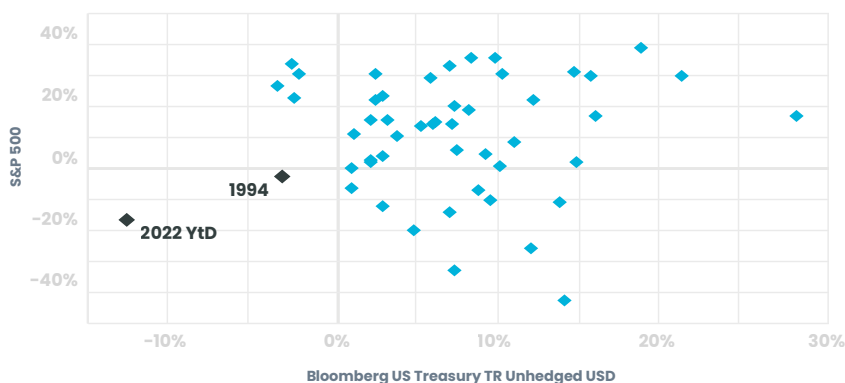
Negli Stati Uniti, anche se il rischio di un'errata calibrazione della politica monetaria rimane significativo, la Fed dovrebbe riuscire a realizzare un atterraggio abbastanza morbido. In Europa, le prospettive di crescita restano difficili: anche se di recente la temperatura insolitamente calda ha spinto al ribasso i prezzi del gas naturale, le rinnovate tensioni potrebbero facilmente spingere l'eurozona in recessione.

In Cina, nonostante il graduale allentamento della strategia Zero Covid e un certo sostegno fiscale, lo scoppio della bolla immobiliare è tutt'altro che terminato.

Una prima conclusione cross-asset: Continuare ad acquistare duration tramite il credito IG

I mercati dei capitali sono stati rapidi a scontare molte cattive notizie nel 2022. Negli ultimi 50 anni, il calo simultaneo delle quotazioni obbligazionarie e azionarie è stato osservato solo nel 1994, un altro anno che ha registrato una brusca stretta monetaria da parte della Federal Reserve. Di conseguenza, alcuni rendimenti sono stati ripristinati negli ultimi mesi e i rendimenti attesi dai portafogli a reddito fisso sono tornati positivi, in netto contrasto con la situazione di un anno fa. Chiaramente, Candriam ha iniziato ad allungare gradualmente la duration del portafoglio e prevediamo di continuare a farlo nei prossimi mesi; i nostri esperti hanno identificato gli emittenti europei investment grade di buona qualità come ottimali per gli investimenti. Inoltre, cerchiamo il carry attraverso il debito emergente e il debito high yield globale.

Rare simultaneous S&P 500 & Treasury drawdowns since 1973



Source: Bloomberg

Terminiamo il 2022 con una preferenza per le azioni rispetto alle obbligazioni, ma sappiamo che quel rialzo sarà probabilmente limitato

La nostra strategia d'investimento è diventata più costruttiva, sulla base di livelli di prezzo interessanti all'inizio del quarto trimestre. A ottobre, le nostre analisi del sentiment degli investitori, la psicologia di mercato e l'assetto tecnico segnalavano un pessimismo diffuso e indicatori depressi. Questa configurazione estrema ha rappresentato un segnale per rientrare nel mercato e rimettere il denaro al lavoro.

Ascoltando le banche centrali di tutto il mondo, riteniamo tuttavia che l'orientamento anti-inflazione limiti il rialzo degli attivi rischiosi. Contrariamente all'impennata dell'inflazione negli anni '70, la Federal Reserve ha chiarito che solo segnali tangibili che l'inflazione tornerà in linea con l'obiettivo porrebbero fine alla sua posizione restrittiva. Prevediamo che il tasso dei Fed fund raggiungerà il 5-5,25% la prossima primavera.

Inoltre, una crescita economica inferiore al potenziale e un'inflazione ancora elevata indicano imminenti declassamenti delle stime di guadagni consensuali, il che rappresenta un ostacolo per i mercati azionari nel complesso. In questo contesto, la nostra preferenza va ai titoli di qualità e difensivi nei settori della sanità e dei beni di consumo di base.

D'altro canto, l'attuale calo delle pressioni inflazionistiche e i successivi progressi economici, una volta assorbito l'atterraggio, dovrebbero limitare anche il ribasso degli attivi rischiosi. Da un punto di vista tecnico, prevediamo che i livelli di supporto registrati a ottobre dovrebbero sussistere, a meno che un riflesso del disagio finanziario o un errore di politica monetaria provochi un contagio del mercato.



La crisi energetica europea di quest'anno induce una domanda essenziale: La transizione energetica in cui siamo impegnati sarà rallentata o rafforzata dalla riduzione dell'approvvigionamento di gas russo?

Una lettura prudente e umile delle lezioni dall'inizio del decennio dovrebbe ricordarci che mantenere le strategie di copertura può attenuare l'impatto di shock significativi inattesi sulla performance dei portafogli. Confidiamo che le strategie di investimento alternative e l'oro continueranno a svolgere il proprio ruolo. Le correlazioni instabili e la volatilità ancora elevata attesa tra le classi di attivi ci spingono a diversificare in CTA che seguono il trend che hanno già beneficiato di questo contesto lo scorso anno. Tra le strategie di investimento alternative, prevediamo inoltre che le strategie di credito neutrali sui mercati azionari e long/short trarranno vantaggio dall'elevata dispersione. Oltre all'oro, la recente esperienza ci ha anche insegnato che è sensato mantenere un'esposizione al complesso delle materie prime per raggiungere una maggiore diversificazione e rafforzare la resilienza del portafoglio.

Continuare a investire per una nuova era, con particolare attenzione alla transizione energetica

La crisi energetica europea di quest'anno induce una domanda essenziale: La transizione energetica in cui siamo impegnati sarà rallentata o rafforzata dalla riduzione dell'approvvigionamento di gas russo? L'ondata di caldo estivo in Europa e la siccità del 2022 hanno ulteriormente aggravato la crisi energetica, poiché i livelli delle acque fluviali sono scesi in modo significativo. La generazione di energia idroelettrica in Spagna e Italia, il raffreddamento delle centrali nucleari francesi e il trasporto di carbone

in Germania sono diventati più problematici, mentre il conflitto energetico tra Europa e Russia si è aggravato. Di conseguenza, riteniamo che l'attuale crisi fungerà da formidabile acceleratore per la transizione energetica e quindi per i relativi temi d'investimento. In qualità di investitori responsabili, è nostro dovere facilitare e accelerare questa transizione. Dobbiamo attenerci alle nostre convinzioni sulla sostenibilità, soprattutto in un mondo sempre più incerto. Restiamo fiduciosi sul fatto che la sostenibilità è e sarà un fattore chiave per trainare la performance degli investimenti; oggi, ma anche domani e in futuro.

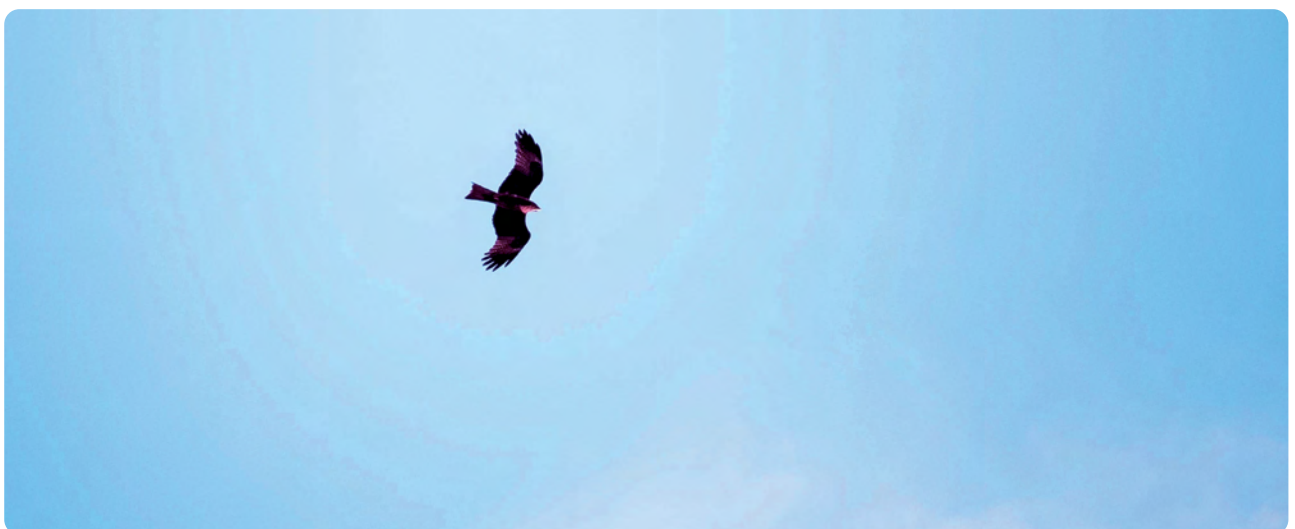
Con la flessione del mercato nel 2022, le valutazioni azionarie sono diventate più interessanti. Più precisamente, gli investimenti legati al clima hanno perso complessivamente oltre 10 punti PE dall'inizio dell'anno, passando da 31x a 20,5x. Le loro valutazioni sono ancora una volta a livelli interessanti. Inoltre, ai livelli attuali, vediamo che in alcuni casi non stiamo valutando la crescita futura, ma solo il reddito operativo dalla base installata. La sensibilità ai tassi d'interesse più elevati è diminuita e offre agli investitori un punto di ingresso migliore. La gestione attiva sarà fondamentale nella selezione delle società i cui modelli di business avranno un impatto positivo sul mondo di domani.

Che siate dinamici come Glass Marcano, appassionati come Gustavo Dudamel o ancora più sensuali come Carlo Maria Giulini, come un buon investitore, l'importante per voi sarà comprendere a fondo le varie appoggiature e punteggi che potremmo incontrare quando affrontiamo la musica nel 2023; le asset classes inoltre, dovranno suonare in armonia al momento giusto, si spera in DO maggiore.

È su questa nota di speranza che vi auguro un felice 2023.

ESG: Tre accordi per porre fine alla cacofonia.

Pro o contro? Di parte o no? Una moda passeggera o un trend reale?? La caricatura è di moda e i criteri ESG purtroppo non sono un'eccezione. Inoltre, le sfide relative ai dati e alle misurazioni, gli interessi acquisiti, la politica e il marketing oscurano ulteriormente la realtà. Riteniamo che gran parte dell'attuale dibattito su ESG, sostenibilità e investimenti responsabili derivi da un malinteso fondamentale su come chiediamo alla finanza di affrontare le sfide ambientali e sociali che dobbiamo affrontare: le aspettative sono spesso idealiste e focalizzate sul breve termine, mentre la finanza sostenibile è semplicemente sulla mitigazione dei rischi e sulla cattura delle opportunità a lungo termine.





Wim Van Hyfte, PhD
Global Head of ESG
Investments and Research

I criteri ESG sono informazione, non uno stile di investimento

I criteri ESG non sono un approccio all'investimento. Non sono ancora quantificabili come Growth o Value, o stili di investimento legati a un indice. Non è nemmeno sicuro se lo saranno mai. I criteri ESG riguardano l'informazione. Si tratta di incorporare dati nell'analisi dei titoli, nella gestione del rischio e nella costruzione del portafoglio. Si tratta di questioni ambientali, sociali e di governance **che non sono scontate, ovvero esternalità (o costi reali) e persino internalità come il tabacco, non riflesse nella valutazione delle azioni e del credito.** Alcune di queste sono di natura più etica, morale o culturale, mentre altre considerano lo sviluppo economico a lungo termine e ciò che potrebbe essere necessario affinché tale sviluppo economico sia sostenibile e inclusivo.

Di conseguenza, l'investimento ESG è un concetto ampio che ha significati diversi per persone diverse. Può spaziare da una strategia di investimento che esclude alcune società sulla base di considerazioni religiose o culturali (ad esempio alcol, tabacco, ecc.), o che cerca di finanziare esplicitamente la transizione energetica di un'azienda chimica o sostenere progetti specifici assistenziali quali l'istruzione inclusiva e l'edilizia per persone vulnerabili.

Cosa non sono i criteri ESG? I criteri ESG non sono un'opinione faziosa

I criteri ESG riguardano l'analisi dei presunti fattori **extra/non finanziari** che possono influire sul valore di un investimento. In quanto li considera finanziariamente rilevanti, l'investimento sostenibile e responsabile considera molti di questi aspetti scontando o « internalizzando » queste esternalità critiche. Le informazioni ESG sono integrate nella valutazione delle azioni e del credito, nella modellazione del rischio e nella costruzione del portafoglio per 1) identificare e ridurre i rischi di sostenibilità, 2) comprendere e cogliere le opportunità legate alla sostenibilità e 3) valutare e attenuare le ripercussioni negative su ambiente e società.

Allora, chi decide sulla credibilità delle dichiarazioni di sostenibilità? Chi determina se queste affermazioni sono eque, o sono fuorvianti o esagerate? Rispetto a quale standard o quadro di riferimento valutiamo queste affermazioni? Stiamo prendendo in considerazione le numerose iniziative e traiettorie basate sulla scienza (leggi transizione)? Oppure si tratta di un'interpretazione basata su dati frammentari e sulle autovalutazioni dei raccoglitori di dati?

Al momento, la risposta a « chi stabilisce le regole » rimane insoddisfacente. Alcune « regole » degli investimenti ESG sono definite da un'autorità di regolamentazione che non ha ancora completamente definito obiettivi o criteri ambientali e rimane silenziosa sul finanziamento della transizione energetica e sul suo impatto sociale. Altre sono definite da associazioni come le ONG, o gruppi di lobby, che sostengono una specifica causa ambientale o sociale nobile, senza alcun riferimento al contesto più ampio o alle conseguenze impreviste.

Molto spesso, questi ultimi sono giudizi di valore. In questo senso, abbiamo tutti ragione e torto allo stesso tempo. In definitiva, il settore finanziario è un amministratore di capitali. Dobbiamo riconoscere che oggi opera in una fase intermedia o di transizione. E sì, il greenwashing erode la fiducia nella finanza sostenibile; tuttavia, pensare in modo slegato o fissare l'asticella degli investimenti a livelli irrealistici non fa progredire la causa della sostenibilità. Potrebbe addirittura rallentare o invertire il tanto necessario orientamento dei flussi di capitale verso il finanziamento di un'economia più sostenibile e inclusiva. La sfida consiste quindi nel fissare delle definizioni di investimento sufficientemente rigorose per quanto riguarda la « sostenibilità » e l'« impatto », senza tuttavia fissare l'asticella così in alto da allontanare l'obiettivo finale della transizione verso un'economia più inclusiva e sostenibile. Pretendere la perfezione dalle aziende e dagli investitori non incentiva il miglioramento.

//

Ci batteremo senza sosta nella ricerca della perfezione. Non saremo mai perfetti, ma lungo il percorso raggiungeremo l'eccellenza.

- Vince Thomas Lombardi, famoso allenatore di football americano

Difficile da misurare? ...eppure radicato nei fatti

L'impatto reale sostenibile è molto difficile da cogliere e persino più difficile da dimostrare a causa della mancanza di dati affidabili. La misurazione, pur migliorando, rimane un'area controversa. La questione è ulteriormente complicata dal fatto che alcuni degli obiettivi si collocano a decenni di distanza dal futuro.

La sostenibilità considera la complessità di molti ecosistemi e dei suoi stakeholder, le dinamiche e l'interconnessione tra di loro. L'investimento ESG, sostenibile e/o responsabile (o qualsiasi altro acronimo correlato) è radicato nei principi di solida governance aziendale e nel business. Ciascuno di questi elementi si basa su fatti, dati e scienza.

Di conseguenza, la normativa e la società stanno cambiando, con requisiti e aspettative molto diversi sul ruolo delle aziende e degli investitori. Rapida o lenta, la transizione energetica è chiaramente in atto, e sconvolge i modelli aziendali con chiare implicazioni sociali per dipendenti, clienti e pubblico.

Sono tutti rischi reali. Solo perché non riusciamo a misurarle in modo accurato o coerente non significa che possiamo semplicemente augurarci che scompaiano. A un certo punto incideranno sui nostri investimenti. Questo è proprio ciò che dovrebbero fare gli investitori sostenibili e responsabili: considerare i rischi e le opportunità che si presentano.

Pay as you go

Non è ironico che ci è voluta una guerra in Ucraina perché i governi europei comprendessero l'urgenza e il bisogno di una transizione energetica? Le azioni di un leader autoritario hanno portato il prezzo del carbonio a più di \$100/tonnellata per spingere l'Europa ad accelerare notevolmente l'accordo Green. Non sarà sufficiente e avrà un costo incredibile.

Chi incorre in costi, dovrebbe poi pagarli.

L'investimento sostenibile e responsabile, con tutti i suoi sapori e i suoi colori verdi e grigi, consiste nell'incorporare intenzionalmente nel processo decisionale i problemi che la nostra società deve affrontare, anche se tali problemi si collocano decenni nel futuro e non sono ancora valutati dai mercati o tassati dai governi. In ultima analisi, spetta ai governi e alla società creare un ambiente in cui il capitale possa fluire per rispondere al meglio alle esigenze e alle sfide.

La natura delle esternalità è che i beneficiari non stanno pagando tutti i costi. Pertanto, i governi stanno facendo il loro lavoro? Stanno regolando in modo efficiente i (cattivi) comportamenti ambientali e sociali di aziende, investitori e consumatori finali? Dovrebbero scontare queste esternalità create dai grandi gruppi, ad esempio con la controversa tassa sul carbonio? Dubitiamo che l'attuale regolamentazione in Europa, Regno Unito e Stati Uniti consentirà all'industria finanziaria e a tutti i suoi stakeholder di risolvere la questione.

Si tratta dell'errata concezione dei criteri ESG e dell'investimento sostenibile e responsabile. Molto spesso, gli investitori sostenibili e responsabili vanno oltre la considerazione degli utili di oggi e considerano l'impatto a lungo termine delle nostre attività di investimento, e il costo delle esternalità che qualcuno dovrà sostenere in futuro. Misurare tale impatto e valutare se sia abbastanza sostenibile rimane una decisione discrezionale. In un certo senso, si tratta di tracciare una linea.

Eticamente, il dibattito sulla sostenibilità dovrebbe considerare tutti gli stakeholder. Tuttavia, in termini di redditività di un'azienda o di un investimento, si potrebbe sostenere che i costi di considerare alcuni stakeholder sono talmente a lungo termine o difficili da quantificare, che non vengono adeguatamente ponderati nei nostri calcoli già difficili.

I rischi delle ripercussioni sono di lungo termine fino al momento in cui impattano sul tuo portafoglio

Per tutte le questioni che rientrano in questa espressione carica di significato, ESG, come possiamo analizzare la differenza di performance quando la maggior parte dell'impatto si verificherà nei prossimi decenni? Il panorama dei rischi legati alla sostenibilità sta diventando sempre più complesso e interconnesso. Esiste una tensione tra sostenibilità a breve e a lungo termine. A un certo punto, le esternalità diventano così costose da dover essere pagate da qualche stakeholder. Il costo di queste esternalità, siano esse ambientali, sociali o una combinazione delle due, così come le opportunità derivanti dal cambiamento della società, diventano sostanzialmente più importanti per l'investitore di lungo termine.

Le nostre convinzioni ESG Candriam

I criteri ESG costituiscono un concetto ampio. Dobbiamo tutti essere chiari sulle nostre definizioni e continuare a migliorare gli standard. Anche in questo caso, pretendere la perfezione non lascia spazio ai miglioramenti. Siamo tutti parte dell'ecosistema: l'ecosistema del nostro ambiente naturale e delle nostre società interconnesse. Ci è voluto molto tempo, ma il dibattito sul cambiamento climatico non è più: « ma è vero? ». È vero, e i danni sono già onerosi. L'argomentazione si è ora spostata su come affrontarlo e chi paga.

Le azioni che adottiamo e i capitali che impieghiamo non devono creare nuove esternalità. E i diritti umani? L'azionista dovrebbe trarre vantaggio dalla produzione di pannelli solari e da altri benefici, ma non dovrebbe avvalersi di lavoro minorile per produrli. Intendiamo dire che la transizione energetica andrà a vantaggio di tutti sotto forma di riduzione della minaccia climatica. Dobbiamo fare in modo che si tratti di una transizione equa e giusta. Andranno perduti posti di lavoro. Si creeranno posti di lavoro. Possiamo bilanciare questi cambiamenti, in modo che gli stakeholder interconnessi possano dividerne i benefici.

In Candriam, in passato come oggi, siamo fortemente convinti che le società che adottano le opportunità e le sfide legate alla sostenibilità in combinazione con le opportunità e le sfide finanziarie *siano quelle più propense a generare valore per gli azionisti.*

Quindi sta a noi condurre la musica.

Il « Ballo » sottile delle banche centrali: per ora niente passi falsi.



Nicolas Forest
Global Head of Fixed
Income

Nel fare il punto sul 2022, sono molti gli insegnamenti che possiamo trarre da questo anno di rialzi dei tassi. Sebbene la FED sia riuscita nella sua missione, l'inflazione nell'eurozona rimane elevata e il margine di manovra della BCE è ristretto, visti i potenziali rischi, in particolare quello di destabilizzazione del sistema finanziario.

Un bilancio in tre punti

Nel 2022, di fronte a uno shock inflazionistico, le banche centrali hanno aumentato i tassi di riferimento in modo quasi unanime e senza precedenti. Alla fine dell'anno, con la recessione che incombe, è tempo di fare un bilancio.

Da questi mesi si possono già trarre tre lezioni.

1. Le banche centrali non sono in grado di fare previsioni accurate. Infatti l'inflazione è stata costantemente sottovalutata – non dimentichiamoci le previsioni della BCE...
2. L'imitazione monetaria ha ancora una volta preso il sopravvento su qualsiasi indipendenza. In questo senso la FED è stata la prima e la più aggressiva nella sua stretta monetaria, seguita da tutte le altre controparti.
3. La lotta all'inflazione è diventata la priorità dei banchieri centrali, anche a rischio di portare l'economia mondiale a un grave rallentamento.

Cosa crediamo che succederà nel 2023?

Sebbene un calo dell'inflazione sia opinione generale, prevediamo che questa rimarrà ben al di sopra dell'obiettivo del 2%, costringendo le banche centrali a mantenere alti i tassi più a lungo. Fattori più organici, come i cambiamenti demografici e la transizione energetica, potrebbero pesare in modo più strutturale sui prezzi. In questo contesto, la grande incognita per il 2023 sarà quella di prevedere il terminal rate per le diverse zone.

Negli Stati Uniti, la Federal Reserve ha aumentato il tasso di interesse di riferimento nel modo più aggressivo degli ultimi 40 anni. Missione compiuta. Con quattro rialzi eccezionali di 75 punti base che hanno portato il tasso sui Fed fund al 4% e un'ambiziosa politica di riduzione del proprio bilancio, la FED è riuscita a pesare sulle dinamiche inflazionistiche senza destabilizzare il sistema finanziario. Riteniamo che la banca centrale statunitense potrebbe effettuare altri due rialzi dei tassi nel 2023 e stabilizzare il costo del denaro intorno al 5,25%. La gestione del terminal rate sarà un esercizio delicato, poiché il cuscinetto di risparmi delle famiglie maschera gli effetti ritardati dell'aumento dei tassi a lungo termine sull'economia.

Nell'eurozona, la BCE ha posto fine ai tassi di interesse negativi aumentandoli a un ritmo senza precedenti, pari a oltre 200 punti base in cinque mesi. Ma l'inflazione resta ancora difficile da controllare e supera infatti il 10%[1]. Mentre si prevede che i prezzi dell'energia si stabilizzeranno nel 2023, l'ultimo accordo ottenuto dai lavoratori tedeschi per un aumento degli stipendi dell'8,5% in due anni[2], fa temere che si generi il meccanismo della spirale prezzi-salari. Inoltre, i governi europei hanno abbandonato l'ortodossia fiscale e stanno sostenendo i consumi, a rischio di favorire il consolidamento di un'inflazione più alta rispetto al voluto. La stretta monetaria avviata dalla Banca centrale europea non è quindi destinata a fermarsi. Si prevede che la BCE continuerà la sua normalizzazione nel 2023 con diversi rialzi per portare il tasso di deposito al 3%. Il compito sarà tanto più complicato in quanto le politiche fiscali controbilanciano in parte gli effetti di una politica monetaria restrittiva. La Bce dovrà alzare i tassi mentre la FED avrà già raggiunto il suo tasso terminale: un gioco di equilibri per evitare un apprezzamento troppo forte dell'euro.

Al di là di queste previsioni sui tassi, nel 2023 saranno due i rischi principali da monitorare.

Il rischio di perdere la propria indipendenza. La parabola di Liz Truss nel Regno Unito ha evidenziato i pericoli di una potenziale collusione tra politica fiscale e monetaria. E la storia potrebbe ripetersi.

Il rischio di un irrigidimento sbagliato. Troppi rialzi dei tassi potrebbero destabilizzare il sistema finanziario attraverso i fondi pensione o il mercato immobiliare. Sebbene un tale errore sia stato finora evitato, sarà necessario alzare la guardia contro questo rischio nel il prossimo anno.

[Il ballo](#) della stretta monetaria dovrebbe terminare nel 2023 e si spera che non si concluda in una [marcia al supplizio](#).

1. Fonte: Eurostat
2. Fonte: IG Metall



Governi e banche centrali: Un « Mariage forcé » (matrimonio forzato) per la transizione energetica?



Florence Pisani
Global Head of Economic Research



Alix Chosson
Lead ESG Analyst for the Environmental Research & Investments

In Europa, la pandemia COVID-19 e la crisi energetica hanno pesato in misura considerevole sui bilanci nazionali. Di fronte alla crescente urgenza della transizione energetica, la Banca Centrale Europea (BCE) può - e deve - sostenere i governi?

La transizione energetica non richiederà solo un'enorme trasformazione del sistema produttivo, delle sue infrastrutture, del suo patrimonio immobiliare... Richiederà anche un mutamento storico dei modelli di consumo, in particolare nelle economie più avanzate.

Per raggiungere l'obiettivo Net Zero emissioni di gas serra (GHG) entro il 2050, dovremo ridurre drasticamente la nostra dipendenza dai combustibili fossili (carbone, petrolio e gas), che attualmente rappresentano l'80% del consumo energetico mondiale[1]. Ciò richiederà un enorme sviluppo nell'uso di fonti di elettricità a basse emissioni di CO₂, il miglioramento della nostra capacità di stoccaggio

dell'energia (batterie, idrogeno verde) e una spinta senza precedenti all'efficienza energetica, in tutti i settori.

Quali saranno i costi?

Gli investimenti necessari per questa trasformazione sono enormi. L'Agenzia Internazionale dell'Energia (AIE) stima che, per raggiungere gli obiettivi dell'Accordo di Parigi, gli investimenti globali dovranno triplicare, rispetto ai livelli attuali, arrivando a circa 4-5 bilioni di dollari all'anno, entro il 2030[2].

L'impressionante portata degli investimenti richiesti impallidisce, tuttavia, rispetto a ciò che il mondo è destinato a perdere se dovesse scegliere l'inazione. Secondo un recente sondaggio tra gli economisti, uno scenario « business as usual » comporterebbe una perdita annua del 2,4% del PIL nel 2030... e del 10% nel 2050[3]. Si tratta di una cifra quattro volte superiore agli investimenti necessari per evitare un disastro globale.

Il ruolo dei governi e dei legislatori è centrale. Essi non sono solo responsabili della definizione e dell'attuazione di nuove politiche ambientali, ma possiedono anche gli strumenti più appropriati per affrontare la sfida.

Tuttavia, negli ultimi anni sono aumentate le richieste alle banche centrali di svolgere un ruolo più attivo nel sostenere la transizione energetica, soprattutto in Europa. Dopo tutto, durante la pandemia COVID-19, i governi europei e la Banca Centrale Europea (BCE) sono riusciti a evitare un collasso economico grazie alla collaborazione. Questo sforzo congiunto non potrebbe essere un primo passo verso una cooperazione più stretta in futuro? Partendo da questa premessa, molti suggeriscono che fra governi e BCE si stringa quasi un matrimonio di convenienza, un'idea descritta con mordente ironia nel balletto francese « [Il matrimonio forzato](#) » di [Jean-Baptiste Lully](#), composto circa 400 anni fa.

Nel marzo 2020, quando i governi europei hanno utilizzato i loro bilanci per sostenere le loro economie, la BCE ha lanciato un imponente programma di acquisto di titoli (Pandemic Emergency Purchasing Programme o PEPP). La decisione ha spinto i tassi di interesse a lungo termine a livelli ancora più bassi, alleggerendo l'onere del debito pubblico e contribuendo a sostenere la domanda.

Banche centrali: tutte alla manovra?

Perché la BCE non potrebbe creare quindi un nuovo programma per sostenere le politiche pubbliche e facilitare il finanziamento della transizione energetica? I trattati dell'UE non conferiscono alla BCE, oltre all'obiettivo della stabilità dei prezzi, il compito di « sostenere la politica economica generale nell'Unione, al fine di contribuire alla realizzazione degli obiettivi di quest'ultima » [4]? E la transizione energetica non è forse uno degli obiettivi dell'Unione?

Le risposte non sono così semplici come potrebbero apparire a prima vista. I trattati dell'UE vietano il finanziamento monetario dei disavanzi pubblici. A meno che questa regola non venga modificata, la BCE e le banche centrali degli Stati membri non potranno finanziare direttamente la transizione energetica.

Detto questo, la politica monetaria non potrebbe comunque aiutare i governi, contribuendo a contenere i loro costi di finanziamento? Anche in questo caso i trattati condizionano

l'azione della BCE. Gli interventi della BCE dovrebbero infatti mirare a sostenere le politiche dell'UE « senza pregiudizi per il suo obiettivo primario » (la stabilità dei prezzi).

Nel 2020, la cooperazione tra politiche fiscali e monetarie è stata « naturale », in quanto la banca centrale ha agito per dissipare il timore di una spirale deflazionistica. Tuttavia, nel momento in cui l'economia è vicina alla piena occupazione, questa cooperazione diventa meno ovvia. Per raggiungere il proprio obiettivo primario, ossia garantire la stabilità dei prezzi, la BCE ha oggi poca scelta. Di fronte a un'inflazione elevata e a un tasso di disoccupazione al livello più basso dalla creazione dell'euro, è obbligata ad aumentare i tassi di interesse di riferimento. La storia monetaria dimostra che riprendere il controllo dell'inflazione, dopo aver lasciato che le aspettative di inflazione andassero fuori controllo, ha un costo molto elevato.

Quindi... siamo bloccati?

Che si tratti dell'emergenza climatica o di qualsiasi altra crisi, mettere la banca centrale al « servizio » della politica fiscale non richiederebbe solo una modifica del Trattato sul funzionamento dell'Unione europea (TFUE). Fare un'eccezione per la transizione energetica creerebbe anche un pericoloso precedente: se possiamo utilizzare la politica monetaria per un progetto del genere, perché non farlo anche per l'istruzione o il miglioramento delle infrastrutture sociali?

Inoltre, l'applicazione di tali « eccezioni » distoglierebbe di fatto la politica monetaria dal suo ruolo primario di strumento di gestione del ciclo economico. La politica monetaria non è lo strumento giusto per « finanziare » programmi di spesa permanenti. E non lo sono nemmeno i deficit pubblici, che dovrebbero essere ridotti quando l'economia è vicina alla piena occupazione.

La transizione energetica richiede un piano d'intervento molto più strutturale, attuabile solo dai governi. Naturalmente, la BCE non deve ignorare il cambiamento climatico e i numerosi rischi che esso comporta, non solo per la stabilità dei prezzi ma anche per la stabilità finanziaria. Da parte loro, le banche centrali devono continuare a rendere più « verdi » le loro operazioni di politica monetaria e incoraggiare le imprese e le istituzioni finanziarie a essere più trasparenti sulle loro emissioni di CO₂. Tuttavia, l'idea che la transizione energetica possa essere attuata spingendo le banche centrali ad acquistare debito pubblico rischia di rivelarsi ingannevole.

1. Hannah Ritchie, Max Roser and Pablo Rosado (2022) - « Energy ». Published online at OurWorldInData.org. Recuperato da: <https://ourworldindata.org/energy> [Online Resource]

2. <https://www.iea.org/reports/net-zero-by-2050> Net Zero by 2050 - A Roadmap for the Global Energy Sector (windows.net) Pag. 81 « L'obiettivo NZE espande gli investimenti annuali nell'energia da poco più di 2.000 miliardi di dollari a livello globale, in media, negli ultimi cinque anni, a quasi 5.000 miliardi di dollari entro il 2030 e a 4.500 miliardi di dollari entro il 2050 ».

3. <https://www.swissre.com/dam/jcr:e73ee7c3-7f83-4c17-a2b8-8ef23a8d3312/swiss-re-institute-expertise-publication-economics-of-climate-change.pdf>

4. Trattato sull'Unione europea e Trattato sul funzionamento dell'Unione europea articolo 127 EUR-Lex - - EN (europa.eu)



CTA: « La cavalcata delle Valchirie ».



Steve Brument
Head of Quantitative Multi-Asset Strategies & Deputy Head of Global Multi-Asset



Johann Mauchand
Senior Systematic Fund Manager

Atterraggio duro o morbido? Dal grido di battaglia « Whatever it takes » di Draghi al « Whatever it costs » di Powell, sappiamo che i mercati sono pronti ad affrontare periodi entusiasmanti. L'obiettivo dei CTA è far fronte alla prossima fluttuazione, che si tratti di un atterraggio duro o morbido.

Cosa vediamo dalla cima della montagna?

Ci siete passati anche voi: a partire dalla crisi finanziaria globale i mercati hanno goduto di un sostegno monetario e fiscale senza precedenti. I tassi d'interesse hanno raggiunto livelli mai visti da cinque secoli. Il debito pubblico si è impennato, mentre l'inflazione è rimasta sorprendentemente bassa. Da quando è emersa la crisi del Covid, abbiamo vissuto lockdown, riaperture, guerre e un'inversione di tendenza del

lungo periodo di globalizzazione. Ne è risultato un notevole squilibrio tra domanda e offerta. Carenza di materie prime e prodotti finiti e tensione dei costi della manodopera, così come economie in riapertura vulnerabili all'inflazione, tutte cose che pensavamo appartenessero al passato. Dopo molti mesi di inflazione « transitoria », le banche centrali hanno cambiato opinione e sono tornate al loro mandato primario di mantenere l'inflazione a livelli accettabili. Così facendo, hanno aumentato nettamente i tassi d'interesse in gran parte dei paesi del mondo, innescando enormi correzioni in tutte le classi di attivi. Queste politiche monetarie restrittive potrebbero ora rischiare di spingere la lotta all'inflazione troppo in là, distruggendo le economie.

Nel breve termine, gli investitori fanno fronte a incertezze provenienti da numerose direzioni. Quand'è che i tassi d'interesse registreranno i loro massimi e a quanto ammonteranno questi ultimi? Le banche centrali correggeranno il tiro ai fini di una recessione debole o ci spingeranno verso un atterraggio duro? Quale sarà l'impatto prodotto dalla crisi energetica in Europa quest'inverno e il prossimo? Quali nuove conseguenze potrebbero sorgere dalla guerra in Ucraina?

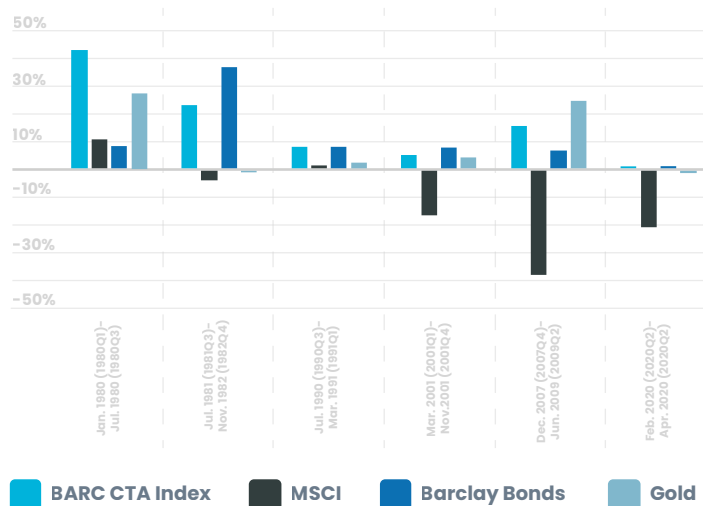
Se, nel 2022, i mercati finanziari hanno sicuramente scontato alcune di queste incertezze, è probabile che nel 2023 faremo fronte a un [periodo](#) disagiato. Saranno messe in discussione molte allocazioni. La parola all'ordine del giorno è « diversificazione ». I CTA, o fondi di managed futures, si affidano di norma a strategie che seguono il trend il cui scopo è beneficiare della discrezionalità del mercato, al rialzo o al ribasso che sia. Sebbene il passato non costituisca una garanzia per il futuro, l'indice BarclayHedge CTA ha dimostrato 40 anni di decorrelazione rispetto a importanti classi di attivi nell'arco di molti regimi di mercato e offerto storicamente una copertura efficace nei confronti degli eventi di rischi di coda. L'anno prossimo dovrebbe senz'altro qualificarsi come anno delle sorprese!

Recessione? Che genere di recessione?

Abbiamo analizzato i rendimenti di numerose classi di attivi durante quattro decenni di recessioni statunitensi. Tra le classi di attivi figuravano azioni globali, obbligazioni globali, un portafoglio tradizionale 60%/40%, un portafoglio alternativo e l'oro. Abbiamo usato gli Stati Uniti in quanto la loro economia rappresenta il cuore pulsante del mondo.

Le performance assolute piatte dei periodi di recessione dimostrano come i CTA abbiano storicamente registrato rendimenti positivi durante le recessioni, a pari passo con l'allocazione obbligazionaria, ma più consistenti di quelli dell'oro. L'importanza dell'oro quale asset rifugio potrebbe essere messa in discussione da questa prospettiva, ma non costituisce lo scopo di quest'analisi. Il nostro obiettivo è di esaminare in questa sede la storia di un'allocazione CTA all'interno di un portafoglio diversificato.

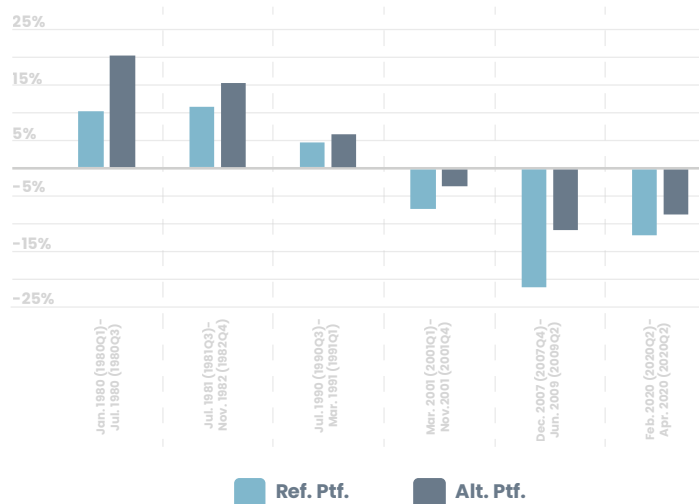
CTA Index versus other asset classes during financial turbulence



Sources and notes: Candriam, Bloomberg. Recessions as defined by the US National Bureau of Economic Research. For CTAs we used the BarclayHedge CTA Index, for global equity we used MSCI® World, for Global bonds we used Barclays US Agg. Bonds, for gold, we used the XAU Currency.

Past performance is not a guarantee of future returns.

Adding CTAs to a portfolio during recession



Sources and notes: Candriam, Bloomberg. Recessions as defined by the US National Bureau of Economic Research. For the traditional 60/40 investor Portfolio, or Reference Portfolio, we used 60% MSCI World Index and 40% Barclays US Agg. Bonds. For the Alternatives Portfolio we used 70% Reference Portfolio and 30% CTA Index (that is, 42% MSCI World, 28% Barclays US Agg Bonds, and 30% CTA).

Past performance is not a guarantee of future returns.

Quando le classi di attivi tradizionali diventeranno degli « eroi caduti », cosa ci possiamo attendere dai CTA?

La storia è piena di eventi imprevisi: l'invasione dell'Ucraina, la pandemia da Covid, ecc. Quali performance hanno registrato i CTA durante questo periodo di mercato turbolento? Abbiamo analizzato l'Indice BarclayHedge CTA anche durante 14 eventi ben noti e molto imprevedibili degli ultimi 35 anni, comprese crisi geopolitiche, sanitarie e dei mercati finanziari. L'indice CTA ha generato rendimenti positivi in 12 di questi 14 esempi di mercati turbolenti, in alcuni casi registrando rendimenti particolarmente significativi. I titoli di Stato e l'oro sono anch'essi aumentati di valore in gran parte dei casi, rispettivamente in 10 e 9 crisi. Per contro, le azioni globali sono nettamente crollate in tutti questi eventi di avversione al rischio tranne uno (l'elezione statunitense del Presidente Trump nel 2016). In alcune dislocazioni dei mercati, l'azionario ha perso quasi metà del valore. Pertanto, l'aggiunta di un'allocazione CTA ha migliorato la diversificazione e la performance del portafoglio di riferimento nella stragrande maggioranza dei casi storici.

Crisi di mercato selezionate

Asset class performance during selected market crises

Crisis <i>Geopolitical, Financial, Pandemic events</i>	Date	Duration in Months	Performance					
			CTA Index	Global Equities	Global Bonds	Gold	Reference Portfolio	Alternative
US Stock Market Crash of 1987	Oct '87	1	0.3%	-17.0%	3.6%	2.0%	-8.8%	-6.0%
Kuwait Invasion	Aug '90	1	6.7%	-9.4%	-1.3%	4.1%	-6.2%	-2.3%
LTCM and Russian Crises	3Q '98	2	9.3%	-11.8%	4.0%	3.7%	-5.5%	-1.1%
US Presidential Election Supreme Ct	4Q 2000	2	8.9%	-4.6%	3.5%	2.7%	-1.3%	1.7%
Terrorist Attack NYC World Trade	Sep 2001	1	1.8%	-8.8%	1.2%	6.9%	-4.8%	-2.8%
Dot.com crash	2000-2002	32	18.4%	-42.9%	28.0%	13.9%	-21.0%	-9.5%
SARS Crisis, Iraq Invasion	1Q 2003	3	0.7%	-5.1%	1.4%	-3.0%	-2.5%	-1.5%
Lehman Bankruptcy	Sep 2008	1	-0.3%	-11.9%	-1.3%	4.8%	-7.75%	-5.4%
Global Financial Crisis	2007-2009	19	20.9%	-50.4%	9.2%	41.9%	-31.2%	-18.0%
Greek election	May '12	1	2.6%	-8.6%	0.9%	-6.3%	-4.8%	-2.6%
Brexit vote	June '16	1	2.0%	-1.1%	1.8%	8.8%	0.0%	0.6%
US Presidential Election Trump	Nov '16	1	-0.2%	1.4%	-2.4%	-8.1%	-0.1%	-0.1%
Covid-19	Feb-Mar 2020	2	0.7%	-20.6%	1.2%	-0.8%	-12.2%	-8.4%
Ukraine Invasion / 0.3% Inflation	Feb-Sep 2022	8	8.6%	-21.3%	-12.7%	-7.6%	-17.8%	-10.4%

Sources and notes: Candriam, Bloomberg. Time frames are illustrative and dates of crises may vary by source. BarclayHedge CTA Index, MSCI® World, Barclays US Agg. Bonds, XAU Currency gold, for the Reference Portfolio we used 60% MSCI World Index and 40% Barclays US Agg. Bonds, for the Alternatives Portfolio we used 70% Reference Portfolio and 30% CTA Index.

Past performance is not a guarantee of future returns.

Analizziamo i CTA in maniera più approfondita in una serie di documenti, intitolati, [Going with the trend](#), [How CTAs work](#), [Interest Rates Go Up: A threat or an Opportunity for CTAs](#) e [Smile! CTA convexity is not lost](#).

Dal 2000, i mercati hanno vissuto numerosi eventi imprevedibili, con vari livelli di rottura. Quantificare le tempistiche dei cicli economici o anticipare eventi a bassa probabilità rimane un compito molto difficile. I CTA possono svolgere un ruolo molto utile nella diversificazione del portafoglio per muoversi attraverso l'imprevedibile.

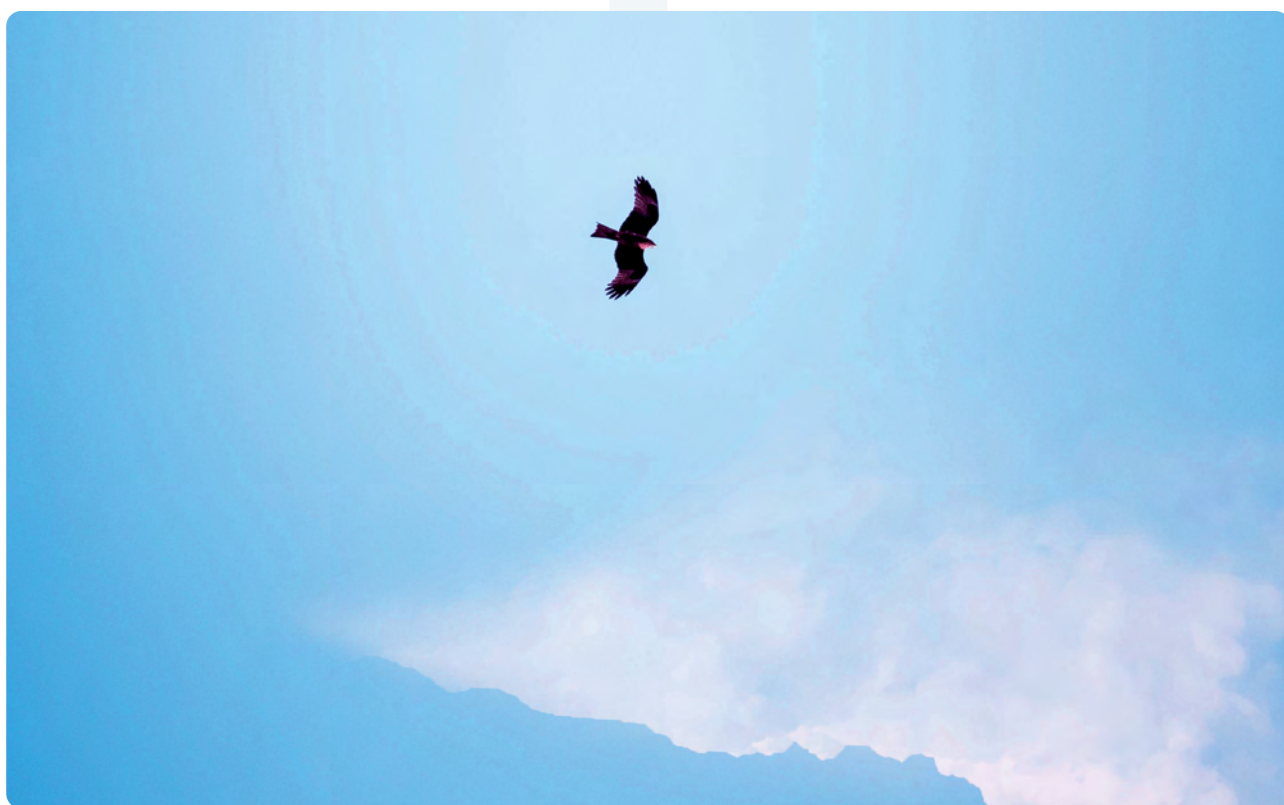
E le vostre previsioni? Atterraggio duro o morbido?

[La cavalcata delle Valchirie](#)

Rischi: I principali rischi associati alle strategie di investimento in CTA sono i seguenti: rischio di perdita di capitale, rischio azionario, rischio di concentrazione, rischio valutario, rischio derivato, rischio di liquidità, rischio dei mercati emergenti, rischio di sostenibilità e rischio di investimento ESG.

Impegno: La « Sinfonia Incompiuta » bella come quella di Schubert.

Schubert iniziò la sua ottava sinfonia nel 1822. La sua *sinfonia incompiuta* è anche nota come la prima sinfonia romantica, che annunciava un nuovo tipo di musica. Usata nei film di oggi, è ancora attuale 200 anni dopo. L'impegno è la manifestazione continua degli investimenti sostenibili. Che possa continuare a lungo.





Sophie Deleuze
Lead ESG Analyst,
Stewardship

'Incompiuta' o solo l'inizio?

Talvolta, 'incompiuto' può significare il tempo trascorso, il punto in cui ci troviamo, il tempo rimasto, il tempo rimanente al compimento. Ma in qualche modo questo termine evoca « frustrazione ». Se l'impegno è senza dubbio una questione di tempo, fortunatamente non sempre è frustrante.

Anzi. **Dietro un impegno di successo vi è uno scopo comune.** L'impegno di successo è continuo, complesso e organizzato, procede di movimento in movimento unito come gruppo, e genera forza. L'impegno non rappresenta una frustrazione, piuttosto un'estensione che motiva e non finisce mai.

ESG: una sinfonia commovente

L'impegno è niente senza l'analisi ESG e una valutazione propria dei rischi e delle opportunità ESG che gli emittenti dovrebbero contrastare o studiare. L'impegno viene dopo questa valutazione e nutre a sua volta l'analisi ESG... il « circolo virtuoso ».

Le opinioni ESG sono vive e crescenti. Non dovremmo considerarle conclusioni, in quanto le nostre opinioni non devono mai essere definitive. L'impegno consente alle opinioni di vivere, prendere sfumature nuove e crescere nel tempo. Come per ogni opinione, più informata è una visione sugli ESG, meglio è.

- **Emergono continuamente nuovi eventi e trend.** Alcuni hanno un maggiore impatto sulle aziende e dovrebbero cambiare il modo in cui guardiamo a questi emittenti: quando cambiano i fondamentali del business, i parametri che utilizziamo per analizzare le aziende si adattano.
- Il covid ne è un esempio drammatico. La campagna che abbiamo lanciato nel 2021 è abbastanza rappresentativa di come si intreccino l'impegno e l'evoluzione dell'analisi: abbiamo indagato su come sono cambiate le relazioni con gli stakeholder; ora sono integrate nel corso degli affari della « nuova normalità » delle società in cui investe Candriam.
- L'analisi di Candriam affronta un doppio elemento di sostanza. Ovvero, per 25 anni abbiamo considerato gli investimenti ESG una questione sia di valori, sia di valore, promozione della sostenibilità come del rendimento finanziario.

Questo tipo di progresso continuo richiede che l'impegno vada oltre gli scambi con i singoli emittenti. È fondamentale che acquisiamo continuamente una visione più precisa e accurata degli impatti delle scelte degli emittenti su stakeholder e le aspettative collegate. Specialmente nelle nostre campagne di impegno tematiche, contattiamo molteplici stakeholder che sono rilevanti e di prima importanza. Regulatori, associazioni di categoria, sindacati, società civile e consumatori sono tra gli stakeholder che abbiamo contattato negli ultimi due anni per le nostre campagne: per esempio per le utility e la *Just Energy Transition*, per il lavoro sui pesticidi e l'iniziativa di collaborazione che abbiamo lanciato lo scorso anno sulla Tecnologia di riconoscimento facciale e il suo impatto sui diritti umani.

Diventare un classico

Coinvolgimento è anche adattarsi alle strategie di investimento. Per esempio, il modo in cui ci avviciniamo alle campagne di engagement con emittenti di debito high yield è diverso da quello di un engagement incentrato sulla qualità delle questioni verdi o sociali. L'impegno acquisisce maturità quando gli investitori adottano una maggiore varietà di sfaccettature.

Questa crescente maturità riflette l'espansione degli obiettivi dell'impegno. Venti anni fa l'impegno era limitato alla richiesta di accesso ai dati ESG di base. L'impegno è cresciuto per spingere gli emittenti verso un'economia a basso tasso di carbonio, allineata a una traiettoria di 1,5 gradi, scientificamente riconosciuta.

In qualità di investitori di lungo termine, il nostro ruolo è di supportare le aziende in cui investiamo nel loro sviluppo. Finché investiamo in azioni o obbligazioni di un emittente, significa che crediamo nella capacità della sua dirigenza di affrontare le sfide che si presentano, a livello micro e macro. Tuttavia, in quanto asset manager basato sulle convinzioni, li assistiamo nel loro percorso. Descriveremo anche le nostre aspettative verso le società in cui investiamo, e discuteremo le sfide sostanziali per assicurare che la strategia adottata risponda alle nostre preoccupazioni, creando al contempo valore. Un esempio di questa partnership è la nostra campagna di impegno verso le piccole e medie imprese sul capitale umano. La campagna è stata costruita su misura per i limiti contabili delle aziende più piccole e fornisce alle nostre aziende target l'opportunità di raffrontare le proprie pratiche con quelle di aziende di dimensioni paragonabili. Siccome condividiamo in dettaglio gli esiti con le società con le quali dialoghiamo (la parte molto dettagliata del nostro impegno che non rendiamo pubblica), queste società ricevono a loro volta input utili per le loro strategie.

Il prossimo movimento non sarà quello finale

Regolamenti europei recenti, quali l'SFDR, hanno posto l'impegno al centro del loro approccio. I regolatori sono sempre più esigenti, in particolare in termini di rendicontazione sugli esiti dei nostri impegni. Se è vero che questi richieste sono impegnative, è anche vero che rafforzano le procedure in diversi modi. Ad un alto livello, questi requisiti sfidano tutti gli investitori a migliorare la trasparenza e l'impegno. A livello di società, questi nuovi requisiti facilitano il coinvolgimento e l'interazione dei diversi team all'interno dell'azienda, che è il modo in cui in Candriam riteniamo che l'impegno funzioni al meglio.

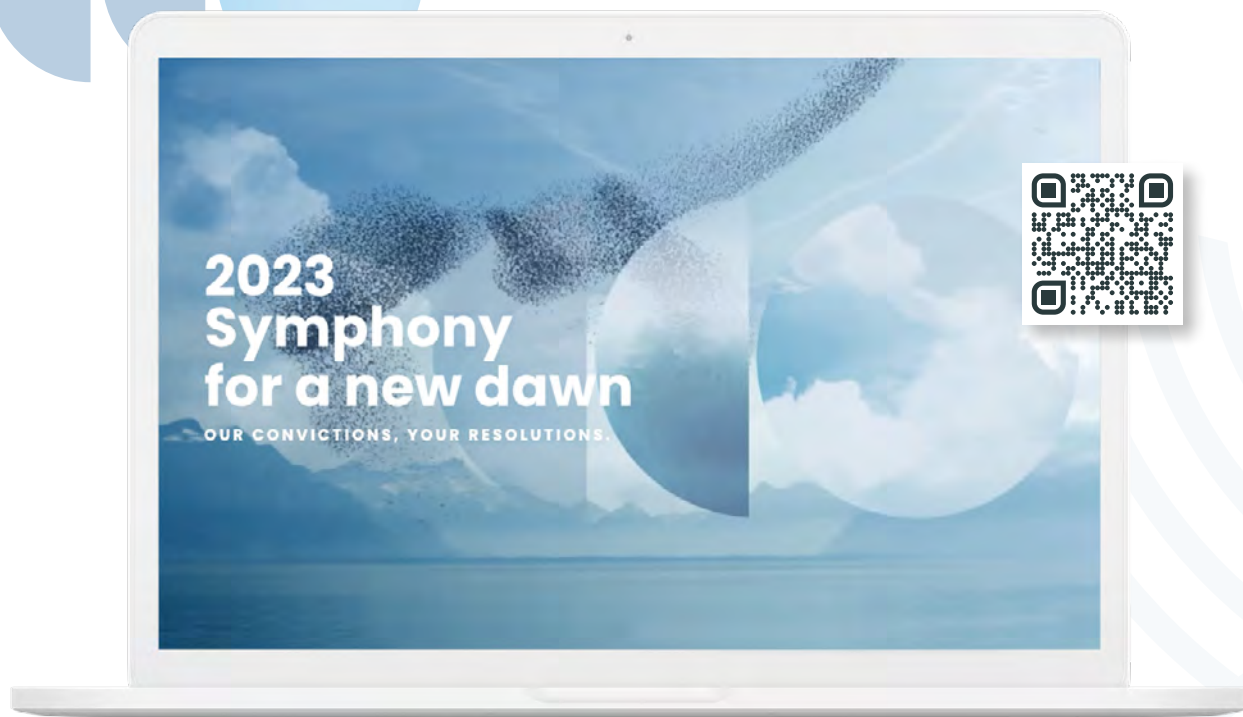
Forse l'impegno ha coinvolto principalmente le grandi aziende nei movimenti di apertura della sinfonia. Negli ultimi due anni, il « ponte » dell'impegno con i sovrani è diventato più importante. Le prossime fasi mostreranno quanto resta, inclusa l'identificazione dell'approccio giusto e la definizione di interlocutori per un impegno efficiente e incisivo.

Insieme, scriviamo la nostra nona sinfonia!



Rudi Van Den Eynde
Head of Thematic Global
Equity Management

Costruire un « Nuovo Mondo »: Investimenti Tematici.





Small cap europee: si dice che la storia non si ripete mai. Ma, spesso, non fa rima ?



Christian Solé
Deputy Head of Fundamental Europe Equity, and Head of Small & Midcaps

In passato, le small cap avevano la tendenza a rimbalzare in misura marcata dopo i picchi dell'inflazione. Le qualità intrinseche delle small cap, ossia agilità e forte potere di determinazione dei prezzi, integrate da una selezione attenta operata da un team esperto, può consentire loro nel prossimo futuro di contraddistinguersi nuovamente in mezzo alla folla, alla stessa stregua del suono intenso e potente di un *clarinetto* che quasi ci sorprende.

A volte può capitare di ascoltare una sinfonia leggermente diversa, ma di cui ne riconosciamo il tema o, come si usa dire: « la storia non si ripete mai, ma spesso fa rima ».

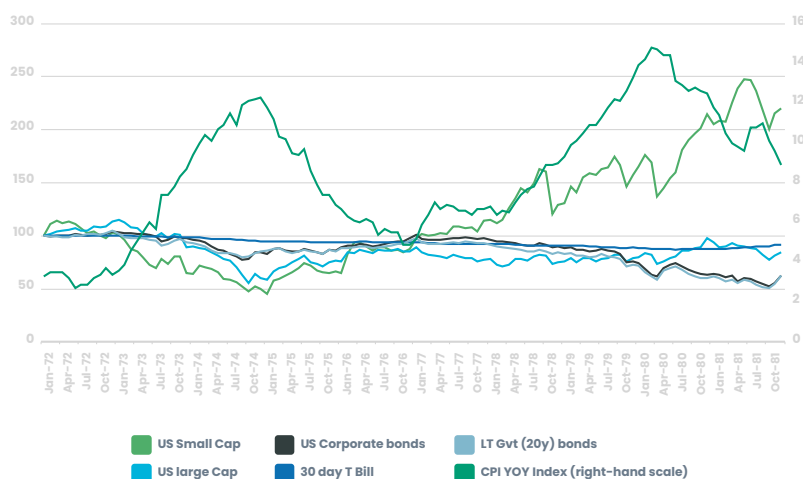
L'ultima volta che i paesi sviluppati hanno fatto fronte a forze inflazionistiche marcate è stata circa 50 anni fa, negli anni '70. Da quel periodo si possono trarre commenti interessanti.

All'epoca, non soltanto le società di piccola capitalizzazione sovraperformavano le classi di attivi tradizionali in termini reali, ma erano tra i rari casi che fornivano rendimenti positivi (si veda il grafico). Occorre notare in questa sede in che misura la performance delle small cap può essere decorrelata dalle large cap, fornendo così un effetto di diversificazione ai portafogli.

Quando l'inflazione ha cominciato a impennarsi nel 1973, sulla scia della fine del sistema Bretton Woods, le small cap sottoperformavano mentre il mondo entrava gradualmente in una fase di recessione. I ricavi delle società di minori dimensioni sono in genere i primi a essere interessati da un rallentamento economico e, in una tempesta, gli investitori preferiscono una barca più sicura. Le piccole società dispongono inoltre di un minore accesso ai mercati del debito e del capitale azionario rispetto a società più grandi.

Tuttavia, subito dopo il picco dell'inflazione, le small cap sono entrate in una fase di forte sovraperformance, a malapena influenzata dal secondo shock inflazionistico, grazie al loro dinamismo più marcato e alla loro leadership imprenditoriale. Le piccole società tendono altresì a reagire più rapidamente di quelle più grandi a contesti in fase di cambiamento. Occorre notare che stiamo illustrando dati statunitensi in assenza di serie storiche equivalenti per l'Europa, dovuta alla struttura del mercato dell'epoca.

Traditional Asset Classes (inflation adjusted) vs. Inflation 1972-1981



Source: Morningstar Direct, Candriam.
Indices: US Small Cap corresponds to IA SBBI US Small Stock Total Return USD, US Large Cap corresponds to IA SBBI US Large Stock Total Return USD Ext, US Corporate Bonds corresponds to IA SBBI US LT Corp Total Return USD, LT Gvt (20y) Bonds corresponds to IA SBBI US LT Govt Total Return USD, 30day T Bill corresponds to IA SBBI US 30 Day TBill Total Return USD, CPI YOY Index: "SBBI" stands for "Stocks, Bonds, Bills, and Inflation". "SBBI" are registered trademarks of Morningstar, Inc. All rights reserved. Used with permission.
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.

A Candriam crediamo che le small cap, le quali hanno sottoperformato le large cap dal secondo semestre del 2021, potranno presto iniziare a sovraperformarle. Ciò potrebbe coincidere con la svolta della Fed o con il momento in cui gli investitori avranno una maggiore visibilità sul contenimento delle forze inflazionistiche. Monitoreremo molto da vicino le politiche delle banche centrali e la fase di ripresa dei dati[1] PMI prima di dichiarare il raggiungimento dei minimi da parte delle small cap.

Inoltre, riteniamo che il nostro approccio selettivo all'investimento in titoli di small cap, rivelatosi corretto su un periodo di 10 anni, è adesso più cruciale che mai (eccedenza di rendimento lorda annualizzata del 3,6% in dieci anni e un indice di Sharp di 0,82[2]).

La pietra angolare del nostro approccio è la competenza del nostro team, sostenuta da 15 anni di esperienza nella ricerca e nell'investimento in small cap. Le nostre risorse interne nella ricerca, finanziaria ed extra-finanziaria, sono fondamentali per individuare le opportunità in una classe di attivi fortemente dispersa e dalla scarsa copertura « sell-side ». Siamo un team di 34 specialisti che condividono lo stesso piano e la stessa filosofia.



La pietra angolare del nostro approccio è la competenza del nostro team, sostenuta da 15 anni di esperienza nella ricerca e nell'investimento in small cap.

Il nostro approccio è a lungo termine. Implementiamo un quadro di analisi disciplinata proprietario, unitamente a 5 criteri d'investimento da noi ritenuti essenziali nel contesto attuale:

- **Qualità del management:** management e personale competenti dovrebbero essere fidelizzati e incentivati, specialmente nelle società più piccole. Si tratta di una delle ragioni per cui abbiamo cominciato, insieme con i nostri analisti ESG, a dialogare con le società in cui investiamo, al fine di capire meglio la loro organizzazione nonché i loro programmi di fidelizzazione e sviluppo. Cerchiamo un dialogo a lungo termine con queste società e preferiamo un coinvolgimento di sostegno ad un'esclusione sistematica. Quando siamo coinvolti con società di capitali di minori dimensioni, non siamo dogmatici e ne prendiamo in considerazione le sfide specifiche. Per esempio, date le loro minori dimensioni o assetto proprietario a valenza familiare, è più diffusa l'assenza di separazione tra i ruoli di Presidente e CEO. In questa relazione a lungo termine rientra anche la condivisione di best practice nelle aree sociali e di governance. Restiamo ovviamente rigidi sulle controversie, che monitoriamo regolarmente. In assenza di miglioramenti, procediamo semplicemente a ridurre la nostra esposizione, in tutto o in parte.
- **Crescita del mercato sottostante:** in un contesto economico mutevole, è cruciale capire quali siano i settori di nicchia dotati di un vero potenziale di crescita al di là del breve termine. Per esempio, consideriamo le nuove normative correlate al clima come opportunità di crescita per il settore privato, desideroso di contribuire alla protezione del clima e al risparmio delle risorse. Nello specifico, in questo segmento riteniamo che il Green Deal europeo favorirà le società attive nel settore dell'isolamento termico.
- **Vantaggi competitivi:** il nostro obiettivo è rappresentato da società munite di potere di determinazione dei prezzi o di una crescita potenziale della quota di mercato, dato che la protezione dei margini è fondamentale in un contesto inflazionistico (si veda la tabella sottostante). Le società possono costruire questi vantaggi competitivi mediante l'innovazione o una struttura di mercato favorevole.

Effect of 10% cost inflation on operating profits with pricing power

	HIGH PRICING POWER		LOW PRICING POWER	
	BASE CASE	INFLATION	BASE CASE	INFLATION
Revenue	100	110	100	105
Cost of goods sold	20	22	20	22
Gross profit	80	88	80	83
Gross margin	80%	80%	80%	79%
Operating expenses	60	66	60	66
Operating profit	20	22	20	17
Operating margin	20%	20%	20%	16%
Change in profit		10%		-15%

Sources: Candriam simulation

- **Redditività:** dove altre strategie si limiterebbero solo a guardare alla crescita, noi ci concentriamo anche sulla redditività. Ricerchiamo azioni già redditizie, non *potenzialmente* redditizie. Come illustrato nella tabella sottostante, le società con una minore redditività tendono a soffrire in modo più severo di costi di produzione più elevati.

Effect of 10% input cost inflation on operating profits

	HIGH GROSS MARGINS		LOW GROSS MARGINS	
	BASE CASE	INFLATION	BASE CASE	INFLATION
Revenue	100	100	100	100
Cost of goods sold	20	22	60	66
Gross profit	80	78	40	34
Gross margin	80%	78%	40%	34%
Operating expenses	60	60	20	20
Operating profit	20	18	20	14
Operating margin	20%	18%	20%	14%
Change in profit		-10%		-30%

Sources: Candriam simulation

- **Effetto leva:** il debito dovrebbe essere gestito con prudenza in un contesto di tassi d'interesse in aumento. Concentrarsi sull'effetto leva è cruciale da un punto di vista finanziario e di responsabilità. Pertanto è essenziale nel nostro quadro d'investimento.

Siamo fortemente convinti che rendimenti elevati e investimento responsabile siano compatibili. I mercati potrebbero presto offrire un'opportunità unica di investire in small cap a livelli molto allettanti. Siamo altresì convinti che l-engagement, abbinato all'investimento responsabile, sia fondamentale per migliorare il nostro profilo di rischio/rendimento. Allora, si è pronti a sentire il suono chiaro e intenso del clarinetto?



Tutte le strategie d'investimento comportano rischi, incluso il rischio di perdita del capitale. I principali rischi associati alla nostra strategia European Small & Mid Cap sono i seguenti: rischio di perdita del capitale, rischio azionario, rischio valutario, rischio di liquidità, rischio di concentrazione, rischio dei derivati, rischio dell'investimento ESG.

I risultati passati di uno strumento finanziario o indice, o di un servizio o di una strategia d'investimento, ovvero le simulazioni di risultati passati o le previsioni di risultati futuri non costituiscono indicatori affidabili dei rendimenti futuri.

Rischi di investimento ESG: Gli obiettivi non-finanziari riportati nel presente documento si basano sulla realizzazione di ipotesi elaborate da Candriam. Queste ipotesi sono sviluppate sulla base dei modelli di rating ESG di Candriam, la cui attuazione richiede l'accesso a vari dati quantitativi e qualitativi, a seconda del settore e delle attività precise di una determinata società. La disponibilità, la qualità e l'affidabilità di questi dati possono variare e pertanto possono influire sui rating ESG di Candriam. Per ulteriori informazioni sul rischio di investimento ESG, consultare i Codici di trasparenza o il prospetto se si tratta di un fondo.

1. PMI (Purchasing Managers Index): **un indice della direzione prevalente delle tendenze economiche nei settori manifatturiero e dei servizi.**

2. Global Investment Performance Standards (GIPS) compositi di Candriam European Small & Mid Caps, performance lorda in EUR, fino a fine ottobre 2022. Il benchmark è MSCI Europe Small Caps NR. I risultati passati di uno strumento finanziario o indice, o di un servizio o di una strategia d'investimento non costituiscono indicatori affidabili dei rendimenti futuri.



Impact: per creare un impatto reale e quantificabile, cos'altro si può fare se non investire con « l'anima »?



Maia Ferrand
Co-Head of External
Multi-management



Jean-Gabriel Nicolay
Co-Head of External
Multi-management

Cosa distingue la buona musica dalla musica straordinaria? Forse non si tratta del talento o della tecnica dei singoli musicisti, ma dell'anima che emana dal complesso musicale. Nel nostro approccio all'investimento a impatto sono fondamentali scopo ed intenzione. Investiamo con l'obiettivo di portare un cambiamento positivo nelle aree ambientale e sociale. E ci accertiamo che i nostri risultati siano reali.

Investimento a impatto: investire con uno scopo

Quando la buona musica è suonata da artisti di talento che eseguono un brano ben composto, il risultato è sicuramente piacevole. Ma quando l'anima supera la tecnica, è allora che si ottiene la magia. È allora che la musica davvero è in sintonia con chi ascolta e fa ricordare del brano molto tempo dopo la fine del concerto.

Per definizione, l'impact investing si prefigge l'obiettivo ambizioso di offrire sia rendimenti finanziari sia un impatto ambientale e/o sociale. Il nostro approccio di impact investing è del tutto in linea con questo obiettivo: quando investiamo in un fondo, che a sua volta investe in aziende, agiamo in base al nostro impegno a sostenere la transizione sostenibile del nostro mondo con l'obiettivo di affrontare la minaccia rappresentata dalla scarsità di risorse. Selezioniamo così progetti a lungo termine che promuovono l'accesso all'assistenza sanitaria e all'istruzione per tutti. Finanziamo inoltre società che si prefiggono di implementare una gestione della catena di approvvigionamento efficace, una riduzione ambiziosa del carbonio e migliori strategie di gestione dei rifiuti. Infine, finanziamo soluzioni rivoluzionarie e innovative che cercano di accelerare la transizione. Ci concentriamo su società che, come noi, hanno integrato l'urgenza di cambiamento nel loro modello di business.

Tenere l'impatto al centro di ciò che facciamo costituisce un modo per garantire che la nostra strategia di investimento sia *intenzionale* e il suo impatto sociale e/o ambientale positivo sia *replicabile*. La nostra « anima » deriva da tutte le fasi del nostro approccio d'investimento: a partire dalla due diligence extra-finanziaria da noi condotta, seguita dalla quantificazione dei risultati dell'impatto tramite KPI definiti e misurabili e rafforzata dal nostro allineamento con il « carried interest ».

Si riporta di seguito in che modo il nostro processo di due diligence integra questa attenzione in tutte le fasi:

Target Impact	
1. Defining	The investment team articulates the impact mission of its portfolio and each portfolio company.
2. Targeting	Investments are directed to a specific social or environmental outcome.
3. Transparency	Detailed mechanism and results of each investments should be known to investors.
4. Engagement	The manager maintains an ongoing engagement to monitor and build support with portfolio companies.
5. Commitment	The level of financial commitment is consistent with the company needs, both in duration and resources.
6. Implementation	The combined infrastructure of the impact investors and portfolio companies allows for increased efficiency.
7. Sizing	For each project, allocated capital should have a degree of proportionality with the level of impact created.
8. Exit strategy	Selection of buyers with high environmental and ethical standards. Transfer condition pre-defined.

Fonte: Candriam

Investire con l'anima, ma accertarsi che l'impatto sia effettivo














Tutti gli investimenti da noi effettuati prevedono obiettivi d'impatto predefiniti e ci accertiamo che tali obiettivi siano definiti, misurati e monitorati in modo chiaro. Inoltre, manteniamo un rapporto molto ravvicinato con le società in cui investiamo per le quali fungiamo da consulente sostenibile, sfidandole, consigliandole e fornendo loro supporto in tutto il loro percorso di sostenibilità e impatto.

Il nostro comitato per l'impatto, composto da rappresentanti degli investitori ed esperti indipendenti nelle pertinenti aree d'impatto, ove necessario, convalida la tesi dell'investimento a impatto, i suoi KPI e i risultati attesi.

Ad esempio, uno dei fondi in cui siamo investiti promuove lo sviluppo di una PMI industriale francese di medie dimensioni 4.0 basata su progetti di crescita nell'ambito di un obiettivo di decarbonizzazione del 25% di riduzione, con l'obiettivo di creare valore economico, sociale, ambientale e finanziario.

Un altro dei nostri fondi sottostanti investe in società guidate da imprenditori che creano soluzioni sostenibili dirompenti lontane dai combustibili fossili, basate su una forte differenziazione e su una solida proprietà intellettuale nei settori dell'agricoltura, dell'alimentazione, della chimica e dei materiali, per contribuire ad affrontare le principali sfide ambientali come il cambiamento climatico, la biodiversità e lo spreco alimentare.

Siccome chiediamo ai fondi e società sottostanti di allineare i loro obiettivi agli SDG, possiamo aggregare tutti i dati e mappare il nostro impatto a livello di fondo. Monitoriamo misure d'impatto precise e concrete in ogni area:

		Corresponding SDG's	Reported Impact Indicators
Environmental Impact	Climate Stability Limit GHG levels to stabilise global temperature rise under 2°C	 	<ul style="list-style-type: none"> • Avoided Annual CO2 Emissions • Reduction of oil-based products • Replacement of concrete using less carbon intensive substitutes
	Healthy Ecosystems Maintain ecologically sound landscape and sea for nature and people	 	<ul style="list-style-type: none"> • Number of biodiversity data delivered for environmental impact assessments (EIAs) • Number of species protected following the conducted EIAs • Tons of cultured meat sold
Social Impact	Basic Needs Food, water, energy, shelter, sanitation, communications, transport, credit and health for all	     	<ul style="list-style-type: none"> • Number of farmers sourced from in the last 12 months • Cumulative amount of debt cancelled for people at risk of poverty • Number of public facilities made accessible for disabled people
	Decent Work Secure, socially inclusive jobs and working conditions for all	  	<ul style="list-style-type: none"> • Number of graduates who have found an international job above income threshold of USD 1.000 per month • Number of people hired through inclusion networks • Number of books sold adapted to reading disabilities

Fonte: Candriam, as at June 30th, 2022

Grazie alla visione chiara dei KPI e risultati conseguiti dai nostri fondi sottostanti, siamo a nostra volta in grado di produrre un resoconto del nostro impatto a livello di fondo.

In questo modo, la quantificazione dell'impatto trapela in tutti i passaggi del nostro approccio: dalla selezione dei fondi, attraverso le domande di due diligence che poniamo alle potenziali partecipate, ai dati sull'impatto che richiediamo ai nostri fondi sottostanti, fino alla nostra rendicontazione agli investitori.

Impegno e allineamento in tutto il processo, per uno scopo ambizioso

L'impegno non si ferma alla fase del processo d'investimento. Abbiamo posto questo principio di allineamento di interessi al centro della nostra remunerazione, come team d'investimento. Il carried interest del Fondo è legato a obiettivi sociali/ambientali. In altre parole, il team è incentivato a livello finanziario a far sì che siano soddisfatti sia gli obiettivi finanziari che quelli non finanziari. Se non riusciamo a offrire l'impatto atteso, la commissione di carried interest viene donata ad un gruppo no profit. È così che allineiamo in modo concreto le nostre azioni con le nostre intenzioni.

Tutti gli stakeholder sono in questo modo allineati su principi comuni ed è nostro dovere garantire totale trasparenza e integrità eccezionale durante la selezione e allocazione degli investimenti. Il nostro compito è importante: progetti di grande finanza con l'intento di contribuire positivamente a un futuro sostenibile.

Colonna sonora

Per gli strumenti ad arco, [il supporto sonoro](#) è un piccolo tassello di abete rosso che unisce le superfici anteriore e posteriore e che sostiene il ponticello permettendo all'intero corpo dello strumento di vibrare.

In francese lo chiamano « l'âme », che significa anche l'anima.

Yehudi Menuhin sapeva come toccare entrambe le cose: far vibrare il violino e muovere la nostra anima.

Tutte le nostre strategie d'investimento comportano rischi, incluso il rischio di perdita del capitale. I principali rischi associati alla strategia sono i seguenti: rischio di perdita del capitale, rischio azionario, rischio del tasso d'interesse, rischio di credito, rischio di liquidità, rischio di concentrazione, rischio di volatilità, rischio di leva, rischio dell'investimento ESG.

Rischi di investimento ESG: Gli obiettivi non-finanziari riportati nel presente documento si basano sulla realizzazione di ipotesi elaborate da Candriam. Queste ipotesi sono sviluppate sulla base dei modelli di rating ESG di Candriam, la cui attuazione richiede l'accesso a vari dati quantitativi e qualitativi, a seconda del settore e delle attività precise di una determinata società. La disponibilità, la qualità e l'affidabilità di questi dati possono variare e pertanto possono influire sui rating ESG di Candriam. Per ulteriori informazioni sul rischio di investimento ESG, consultare i Codici di trasparenza o il prospetto se si tratta di un fondo.





Debito privato e criteri ESG: piccole società, grande sfida per i dati.



Vincent Compiègne
Deputy Global Head of ESG
Investments & Research



Coralie De Maesschalck
Head of CSR & ESG, Kartesia

I dati ESG (la loro disponibilità, pertinenza e comparabilità) sono al centro di un ampio dibattito settoriale che è ancora più acceso per i mercati privati. Esaminiamo tre modi per affrontare questo problema e rivalutare il ruolo centrale della due diligence nel processo di analisi ESG.

Piccolo è bello. Piccolo è dinamico e reattivo, ma spesso anche meno documentato. La disponibilità e la qualità dei dati sono una sfida fondamentale per la ricerca ESG in generale e soprattutto nei mercati privati, dove le normative relative alle informative sulla sostenibilità sono meno stringenti rispetto a quelle dirette alle grandi società quotate.

Raccolta dati: piccolo = complesso

La prima e molto concreta sfida per gli analisti ESG quando esaminano le società più piccole risiede nella carenza di risorse: molte società non sono semplicemente in grado di allocare tempo o personale alla produzione di report ESG.

La disponibilità e la qualità dei dati sono anch'esse disomogenee e strettamente legate all'attività delle società. Ad esempio, una piccola azienda industriale, come un produttore di articoli in vetro o di componenti in alluminio, è in generale in grado di fornire informazioni sulle fonti di energia primaria o sull'efficienza energetica delle macchine, poiché il settore è interessato da problemi legati a questi aspetti e potrebbe addirittura essere soggetto a obblighi giuridici di comunicazione (ma ciò potrebbe non essere lo stesso in altre imprese). La maggior parte delle aziende non calcola i dati sulla parità di genere o le suddivisioni tra il personale a tempo pieno rispetto a quello temporaneo.



Molte società non sono semplicemente in grado di allocare tempo o personale alla produzione di report ESG.

Due diligence: piccolo = prossimità

La sfida legata ai dati ESG evidenzia l'importanza di una fase centrale per il processo analitico ESG: la fase di due diligence. Per compensare il fatto che siamo prestatori e non proprietari, sfruttiamo questa fase di due diligence per avvicinarci alla dirigenza. Ad esempio, negoziamo sempre per integrare la relazione ESG nell'elenco dei documenti legali richiesti e un seggio nel consiglio o, almeno, un incontro trimestrale con il vertice. È essenziale instaurare un dialogo continuo e regolare con il consiglio di amministrazione. Le nostre competenze ESG, nonché la nostra indipendenza, sono fondamentali per mettere in discussione la gestione delle società e ottenere progressi in materia di sostenibilità.

La fase di due diligence comporta un'analisi completa dei punti di forza e delle debolezze delle società in termini di sostenibilità, che può aiutarle a migliorare sostanzialmente il loro profilo ESG. In questa fase, abbiamo notato che la dirigenza delle piccole imprese tende a mostrare una maggiore sensibilità ai temi della sostenibilità rispetto alle società più grandi e tendono anche ad avere un'idea più chiara e concreta dell'impatto ambientale o sociale delle loro attività.

Siamo quindi in grado di definire indicatori e KPI pertinenti in modalità collaborativa, privilegiando quelli più importanti per gli stakeholder, come nel caso degli attivi immateriali. Questa fase di definizione dei KPI ha la massima importanza, poiché le condizioni favorevoli di prestito possono essere subordinate al raggiungimento degli obiettivi.

Inoltre, l'inclusione delle best practice di settore nella conversazione risulta interessante e reciprocamente vantaggiosa sia per le società che per gli analisti ESG.

È importante ribadire l'importanza di audit completi relativi alle emissioni di carbonio, anche per le piccole imprese. Sfruttiamo la nostra influenza per spingere le aziende in questa direzione.

L'analisi ESG deve inoltre includere una valutazione della dipendenza delle società dai combustibili fossili e un'analisi completa dei costi energetici, in quanto si tratta di esternalità e rischi chiave. Tutto questo dovrebbe essere fondato su una mappatura delle varie fasi del processo di produzione: i dati relativi all'uso dei materiali di base sono fattori chiave per l'analisi delle supply chain, poiché molti settori stanno riscontrando carenze di semiconduttori e fertilizzanti.

Rilevanza dei dati: piccolo = specifico

Nel caso delle aziende più piccole, non è possibile utilizzare una serie di dati standard; l'importanza dei dati deve essere valutata su base specifica a seconda del settore, dell'ambiente normativo e delle trasformazioni sociali (a questo proposito, la fidelizzazione del personale è diventata un problema per molti settori dalla pandemia). Ad esempio, per un fornitore di servizi di mobilità alle persone disabili, considereremo come indicatori significativi le sue emissioni nell'ambito dello Scope 3^[1] e il numero di persone vulnerabili che sono state trasportate. Per una società che si occupa di servizi di assistenza personale, esamineremo piuttosto il turnover dei dipendenti e/o i dati sulla formazione del personale. Per le società industriali, i KPI si concentreranno sull'impronta di carbonio e sull'efficienza energetica.

L'SFDR deve ancora compiere un passo avanti

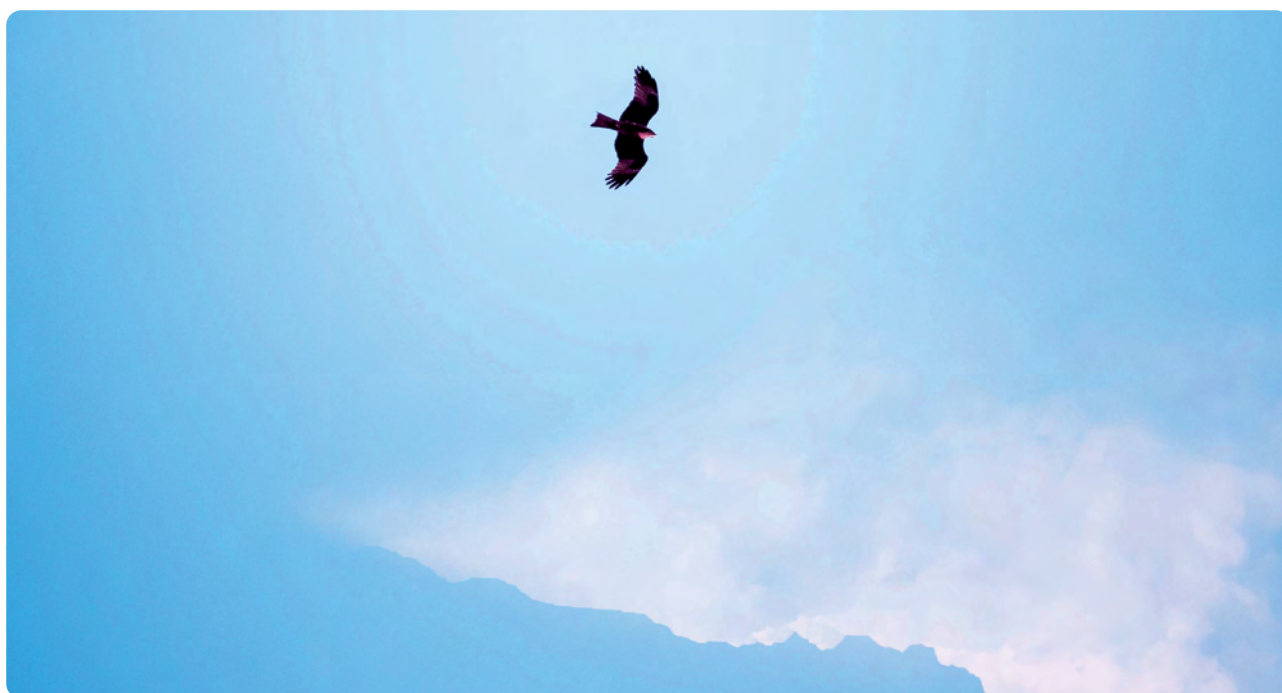
Con la sua volontà di portare maggiore trasparenza nel mercato, l'SFDR (Sustainable Finance Disclosure Regulation) rappresenta sicuramente un passo nella giusta direzione, ma la pertinenza dei dati scelti rimane discutibile. In primo luogo, le norme tecniche di regolamentazione che entreranno in vigore il 1° gennaio 2023, il cui obiettivo è fornire una definizione concreta delle attività che offrono un contributo ambientale/sociale, risultano ancora poco chiare in merito agli indicatori e ai modelli. In secondo luogo, un'interpretazione rigorosa delle normative relative alle categorie di prodotti (in particolare i fondi dell'articolo 9, che « si riferiscono agli investimenti sostenibili ») sta portando il settore a concentrarsi su ambiti ad alto rischio e temi specifici che massimizzano le esternalità positive (efficienza energetica, economia circolare), il che potrebbe determinare una concentrazione degli asset su azioni o settori specifici.

Proprio come [l'ottavino](#), che sembra una versione ridotta del flauto, la valutazione del debito di una piccola società privata richiede competenze specifiche diverse dalla valutazione del profilo di credito di una blue chip. Sebbene il flauto e l'ottavino appaiano simili, sono molte le differenze che rendono questi due strumenti unici e danno loro un carattere e un suono distinto. Una corretta analisi ESG e uno scambio continuo con la dirigenza permetteranno di ottenere il meglio dal proprio strumento preferito, indipendentemente dalle sue dimensioni.

1. Lo Scope 1 riguarda le emissioni dirette provenienti da fonti di proprietà o controllate. Lo Scope 2 riguarda le emissioni indirette derivanti dalla produzione di energia elettrica, vapore, riscaldamento e raffreddamento acquistati e consumati dalla società che comunica i dati. Lo Scope 3 comprende tutte le altre emissioni indirette che si verificano nella catena del valore di una società.

Rendimento assoluto e decorrelazione: i numerosi strumenti di un'orchestra.

Le turbolenze del mercato possono favorire determinati tipi di strategie a rendimento assoluto, proprio quando gli altri strumenti non sono entusiasmanti. L'elevata volatilità, l'aumento dei tassi e la crescente correlazione tra le classi di attivi dimostrano perché un'orchestra utilizza un'intera gamma di strumenti.





Emmanuel Terraz
Global Head of Absolute Return
& Quantitative Equity, and
Head of Equity Market Neutral

Ogni strumento dell'orchestra

Le strategie azionarie a rendimento assoluto long-short sono costruite in modo da disporre di molti strumenti per raggiungere il loro obiettivo di performance. In mercati in difficoltà i loro rendimenti possono a loro volta essere fiacchi, facendo pensare piuttosto a un fondo del mercato monetario con alcuni elementi aggiuntivi. Questi approcci sono inoltre concepiti allo scopo di beneficiare effettivamente **dell'aumento della volatilità**.

Come nel caso di un fondo del mercato monetario, tuttavia, **l'aumento dei tassi d'interesse** significa che la nota dei bassi del rendimento atteso passa a un livello più alto. Sempre come in un mercato monetario, quando i tassi sono in aumento, la nota dei bassi sale proprio insieme agli altri strumenti, con un ritardo limitato o nullo.

Accordatura degli strumenti

L'aumento dei tassi e il ritorno di un'elevata volatilità del mercato sono stati i temi del 2022. Tanto i mercati azionari quanto quelli obbligazionari sono stati a dir poco « discordanti ». L'indice azionario MSCI World è sceso di quasi il 15%, mentre l'indice Barclays Global Aggregate Bond ha perso oltre il 16% da inizio anno fino al 23 novembre.[1] Tuttavia, le strategie azionarie a rendimento assoluto potrebbero essere particolarmente ben posizionate per beneficiare della maggiore volatilità e dell'aumento dei tassi d'interesse.

Con una correlazione positiva tra azioni e obbligazioni per la prima volta dalla crisi finanziaria del 2008,[2] queste strategie stanno svolgendo il loro ruolo di asset class di diversificazione. Se le buone notizie arrivano sempre tre alla volta, tre note stonate per i mercati sono in perfetta sintonia con questi tipi di investimenti.

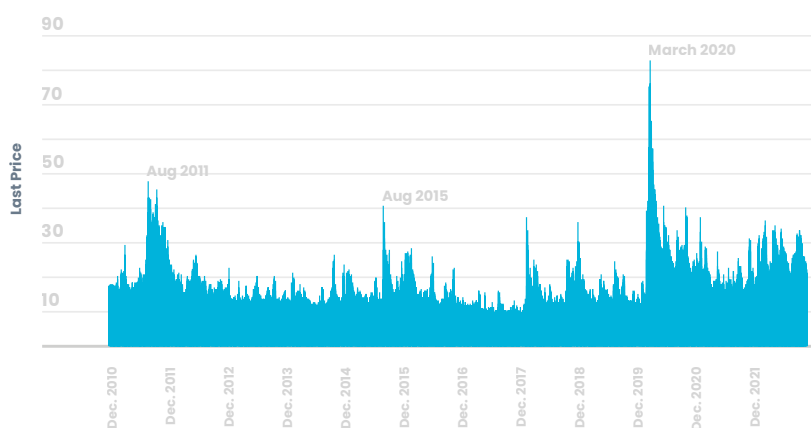


Come nel caso di un fondo del mercato monetario, tuttavia, l'aumento dei tassi d'interesse significa che la nota dei bassi del rendimento atteso passa a un livello più alto.

La volatilità favorisce le strategie azionarie a rendimento assoluto

La volatilità azionaria è aumentata fino a raggiungere una media più alta. Infatti, possiamo osservare un aumento del livello medio del VIX negli ultimi due anni rispetto al periodo 2012-2019.[3] Entrambi questi intervalli di tempo escludono l'impennata del Covid.

Volatility: VIX from 2011 to Nov 2022



Sources: CBOE Volatility Index (VIX), Bloomberg, 31 Dec 2010 to 23 Nov 2022

La crescente volatilità offre premi di rischio più elevati. La capacità di apportare correzioni rapide ai mercati in evoluzione significa che, quando emergono premi di rischio più elevati, questi approcci possono cogliere nuove opportunità di rischio/rendimento in tempo reale. Come la maggior parte dei fondi azionari a rendimento assoluto, sono fornitori di liquidità e possono potenzialmente essere più redditizi in periodi di elevata volatilità del mercato quando la liquidità è ben compensata.

L'aumento dei tassi si traduce in rendimenti migliori nel paniere del mercato monetario

Contrariamente alle classi di attivi tradizionali, le strategie azionarie a rendimento assoluto possono trarre vantaggio da un contesto di tassi d'interesse in aumento. Una caratteristica speciale di alcuni fondi alternativi è che possono consistere in strategie di investimento opportunistiche insieme a un paniere del mercato monetario investito.

Le strategie sono generalmente attuate utilizzando strumenti derivati che richiedono solo una parte degli importi esposti.

La liquidità residua è investita in strumenti a breve termine quali pronti contro termine o strumenti del mercato monetario, i cui tassi di recente sono aumentati.

Fino a qualche mese fa, i prodotti a rendimento assoluto con politiche prudenti di gestione della liquidità hanno risentito del rendimento negativo del paniere del mercato monetario, soprattutto nell'eurozona. I successivi aumenti dei tassi di riferimento della FED e della BCE hanno spinto i tassi a breve termine in territorio positivo. Pertanto, un investimento del mercato monetario europeo che stava perdendo -59 pb su base annua alla fine del 2021 dovrebbe generare un guadagno di circa l'1,4% alla fine del 2022.

Dissonanza - rischi

Tutte le nostre strategie d'investimento comportano rischi.

Le strategie a rendimento assoluto sono soggette ai rischi di perdita del capitale. I principali rischi associati all'investimento in queste strategie includono il rischio di derivati, il rischio valutario, il rischio di controparte e i rischi di arbitraggio.

Eurozone short-term rate (€STR) at 31 December

All else equal, when money market yields rise,
Absolute Return yields should also rise.

	Short term rates (€STR) at 31 December
2015	-0.13%*
2016	-0.33%*
2017	-0.35%*
2018	-0.36%*
2019	-0.45%*
2020	-0.58%
2021	-0.59%
2022*	1.40%

*As of 23/11/2022

Le performance passate non sono una garanzia di risultati futuri.
Sources: Bloomberg. Prior to 2020, the €STR was the EONIA.

Altri importanti rischi includono il rischio di concentrazione, il rischio di volatilità, il rischio di liquidità e il rischio di M&A.

Tutti gli strumenti sono riscaldati

Questo nuovo regime di mercato che combina l'elevata volatilità, l'aumento dei tassi d'interesse e una maggiore correlazione tra la maggior parte delle classi di attivi costituisce un allineamento dei pianeti che potrebbe essere più favorevole alla gestione alternativa. Le strategie azionarie

a rendimento assoluto possono effettivamente beneficiare di queste condizioni di mercato e offrire maggiore diversificazione agli investitori. Per questo motivo, restiamo ottimisti sul fatto che tali strategie possano essere in grado di sovraperformare in queste nuove condizioni.

Le strategie azionarie a rendimento assoluto, per definizione, mirano a generare alpha indipendentemente dalle condizioni di mercato. Aggiungendole ad un'asset allocation, si può ridurre la volatilità complessiva e aiutare le classi di attivi nell'allocatione a essere in armonia. Come un oboe che dà il la all'orchestra, a volte lo strumento insolito è quello giusto per il compito in questione.

1. Bloomberg, MSCI World Net return e Barclays Global Aggregate Net Return, 31 dicembre 2021 fino al 23 novembre 2022.

2. Bloomberg, Candriam. Sulla base della correlazione tra l'indice S&P 500 e l'indice Bloomberg US Aggregate Bonds tra agosto 2007 e novembre 2022, vi erano solo brevi periodi di correlazione positiva fino alla seconda metà del 2022.

3. La volatilità è salita dal 15,2% (dal 31 dicembre 2011 al 31 dicembre 2019) al 23,4% (dal 10 luglio 2020 al 30 dicembre 2022).





EM Corporate Bonds – mercati interessanti in vista: assicuratevi di fare le scelte giuste!



Christopher Mey
Head of Emerging Market
Corporate Credit

Il 2022 è stato un anno difficile per l'obbligazionario e il comparto corporate dei mercati emergenti non ha fatto eccezione. In vista del 2023, la nostra visione su questa asset class è più costruttiva e cercheremo di selezionare i titoli giusti per comporre un portafoglio solido e ben posizionato per il prossimo anno.

Previsione di rendimento: un solido 7,5-12,5%^[1]

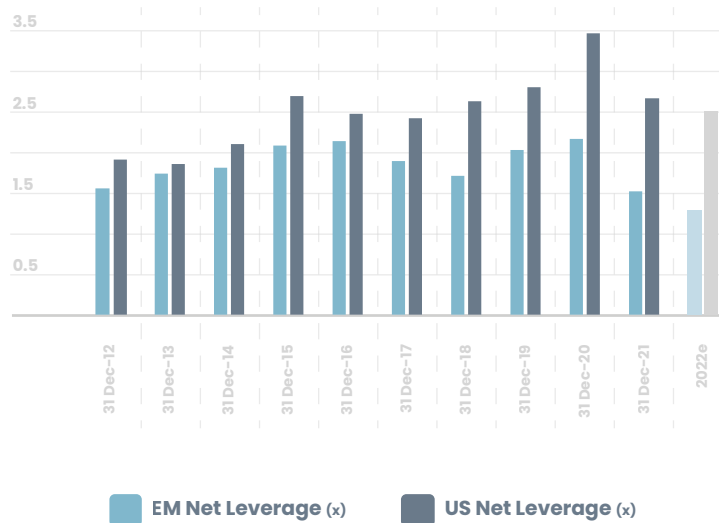
il 2022 è stato un anno difficile per il mercato delle obbligazioni corporate emergenti, che ha registrato un rendimento negativo del -13,60%^[2]. La guerra in Ucraina ha innescato un'impennata dei prezzi delle materie prime e ha provocato un allargamento degli spread più netto del previsto. In questo contesto, la nostra strategia^[3] è riuscita a generare un rendimento netto in eccesso dell'1,1%.

Guardando al 2023, ci aspettiamo che la volatilità resti elevata. Tuttavia, ora abbiamo una visione più costruttiva, basata su **valutazioni assolute interessanti**, su **fondamentali solidi** e su un **quadro tecnico che si prospetta favorevole** per i prossimi 12 mesi. Prevediamo un rendimento totale lordo del 10-15% per il 2023 [1], favorito da un carry storicamente elevato (7,6%) e da una contrazione degli spread fino a 100 pb rispetto ai livelli attuali. Se consideriamo la nostra previsione di un tasso di default reale del 4%[1] sugli EM (mercati emergenti) e un recupero medio storico di 39 centesimi di dollaro, calcoliamo perdite su crediti del 2,5%[1] per una previsione di rendimento netto del 7,5%-12,5%[1].

Fondamentali interessanti: bilanci solidi, tassi di default più contenuti e deterioramento del credito gestibile con un rating medio di BBB

Le aziende corporate dei mercati emergenti si affacciano al 2023 con bilanci solidi e sono ben posizionate rispetto alle loro omologhe dei mercati sviluppati. Mentre attendiamo i bilanci dell'esercizio 2022, la leva finanziaria netta LTM delle società EM si è attestata a 1,5 volte, significativamente al di sotto delle controparti corporate statunitensi, con un livello medio stimato di 2,5 volte[4].

Companies' long-term net leverage: emerging markets vs USA



Source: Candriam, JP Morgan, Bank of America, 30 November 2022

In futuro, prevediamo un certo indebolimento dei fondamentali. L'ultimo ciclo di report ha dimostrato che in settori ciclici come quello chimico, petrolchimico e immobiliare si sta verificando un'erosione dei margini. Mentre alcune aziende hanno dimostrato una forte capacità di trasferire i costi più elevati ai clienti, generando una crescita dei ricavi nominali, il loro livello di controllo sui costi dei fattori produttivi è stato più debole, con un conseguente riduzione della redditività e un aumento degli indici di leva finanziaria.

Siamo quindi alla ricerca di opportunità in settori in cui gli emittenti mostrano un certo potere di determinazione dei prezzi e la nostra strategia predilige attualmente settori come i consumi non ciclici, le TMT e le infrastrutture, in quanto titoli più difensivi.

Gli emittenti dei mercati emergenti hanno una vasta esperienza delle crisi passate, in cui i mercati dei capitali sono rimasti chiusi per periodi prolungati, e sono generalmente più proattivi nel gestire il profilo delle scadenze del debito. Secondo i dati di JP Morgan, ci sono stati 78 miliardi di dollari di gare e bandi nel 2022 e 130 miliardi nel 2021. Di conseguenza, per la asset class nel suo complesso, le scadenze in arrivo nel 2023 sono limitate.

Per gli emittenti con rating più basso, riteniamo che i rischi di rifinanziamento siano ancora elevati, poiché il costo di queste operazioni ha raggiunto il livello più alto dai tempi della crisi finanziaria mondiale. A causa delle nostre previsioni di elevati costi di rifinanziamento, **siamo posizionati in modo difensivo, con un'esposizione limitata agli emittenti di qualità inferiore con scadenze elevate a breve termine.**

Prevediamo che nel 2023 i tassi di default si normalizzeranno rispetto ai livelli storicamente elevati del 2022, influenzati dalla debolezza del settore immobiliare cinese e dalle numerose insolvenze di società russe e ucraine in seguito all'invasione russa. Nel 2023, prevediamo tassi di default nell'High Yield del 6-8%, pari al 3-4% dell'intero mercato corporate EM.



Prevediamo che nel 2023 i tassi di default si normalizzeranno rispetto ai livelli storicamente elevati del 2022.

Fattori tecnici positivi: ripresa delle emissioni, forti flussi di ritorno, emissioni nette contenute

Secondo le previsioni, il 2022 sarebbe dovuto essere un anno di forti emissioni, tali da eguagliare il precedente record di 541 miliardi di dollari⁵, stabilito nel 2021. L'elevata volatilità degli asset rischiosi e dei Treasury statunitensi ha portato a un crollo dell'offerta, poiché gli emittenti hanno faticato ad accedere ai mercati primari del debito denominato in USD.

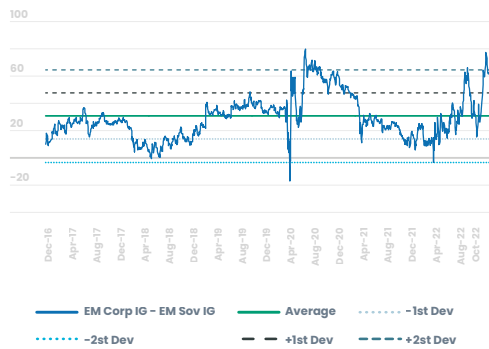
I deflussi di valuta forte dai mercati emergenti hanno raggiunto gli 85 miliardi di dollari⁵ nel 2022, ma per il 2023 ci aspettiamo che il loro livello si riduca e che gli investitori strategici con una visione di lungo periodo reinvestano nel mercato. Prevediamo inoltre un aumento marginale delle emissioni lorde e una neutralità delle emissioni nette.

Valutazioni: storicamente elevate, con un valore relativo interessante

Attualmente riteniamo che l'asset class sia interessante. Gli spread corporate EM sono convenienti in quanto rimangono a circa una deviazione standard al di sopra della media quinquennale, mentre il valore relativo è ugualmente convincente grazie all'interessante ripresa degli spread rispetto ai titoli Corporate statunitensi e ai titoli sovrani EM.

Notiamo in particolare che ci **sono sacche di valore nei titoli Corporate EM Investment Grade**, scambiati a prezzi eccezionalmente bassi rispetto ai titoli sovrani EM, con uno spread doppio rispetto alla media a 5 anni, nonché nei titoli Corporate EM con rating AA, BBB, BB e B, scambiati con un discreto premio rispetto ai Corporate statunitensi comparabili.

Relative valuation, emerging market investment grade corporates vs sovereigns



Il nostro approccio: un processo di investimento relative value-driven nel credito Corporate, completato da una solida analisi del rischio sovrano ed ESG

Negli ultimi 10 anni abbiamo sviluppato un approccio al relative value unico nel suo genere, volto a individuare le opportunità di mercato non correttamente valutate. Questo processo attivo, fondamentale e bottom-up si avvale di strumenti proprietari che integrano i fattori ESG, applicando al tempo stesso un approccio disciplinato alla gestione del rischio. Ci avvaliamo dell'esperienza di oltre 30 esperti nel

campo del credito e dei fattori ESG. Il nostro approccio cauto alle questioni di governance è fondamentale in mercati in cui molti emittenti mancano ancora di trasparenza. Grazie ai numerosi incontri avuti quest'anno con le società emittenti, siamo riusciti a evitare i profili di credito più deboli. L'analisi completa del nostro team Sovereign ci aiuta ad evitare i Paesi con scarse prospettive politiche ed economiche.

[Come un pianoforte e la sua vasta gamma di tasti](#), il settore Corporate EM offre molteplici opportunità, per ogni tipo di investitore. In qualità di specialisti EM, ci affidiamo a una gestione attiva dei rischi e a un rigoroso approccio bottom-up, integrando i fattori ESG con l'obiettivo di sfruttare le opportunità più interessanti e comporre un portafoglio solido, valido in tutti i contesti di mercato.

Tutte le nostre strategie d'investimento comportano rischi, incluso il rischio di perdita del capitale. I principali rischi associati alla strategia sono i seguenti. Rischio di perdita del capitale, rischio di tasso d'interesse, rischio di credito, rischio High Yield, rischio di liquidità, rischio di derivati, rischio di controparte, rischio dei mercati emergenti, rischio di investimento ESG.

Rischi di investimento ESG: Gli obiettivi non-finanziari riportati nel presente documento si basano sulla realizzazione di ipotesi elaborate da Candriam. Queste ipotesi sono sviluppate sulla base dei modelli di rating ESG di Candriam, la cui attuazione richiede l'accesso a vari dati quantitativi e qualitativi, a seconda del settore e delle attività precise di una determinata società. La disponibilità, la qualità e l'affidabilità di questi dati possono variare e pertanto possono influire sui rating ESG di Candriam. Per ulteriori informazioni sul rischio di investimento ESG, consultare i Codici di trasparenza o il prospetto se si tratta di un fondo.

Il livello di rischio del Fondo è pari a 4, su una scala da 1 a 7.

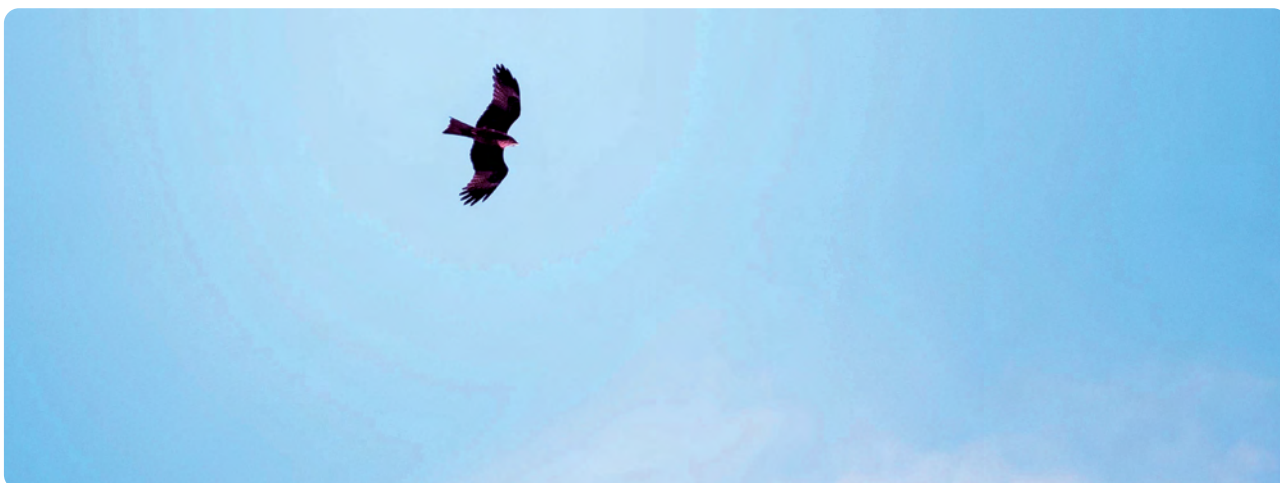
1. Previsione di Candriam. Gli scenari presentati sono una stima di performance futura basata su evidenze passate relative alla variazione del valore di questo investimento e/o alle attuali condizioni di mercato e non costituiscono un indicatore esatto. I risultati ottenuti variano a seconda dell'andamento del mercato e della durata dell'investimento/prodotto. Tutte le nostre strategie di investimento sono esposte a rischi, tra cui il rischio di perdita del capitale.

2. Misurato dall'indice JPM Broad Diversified dal 1° gennaio al 30 novembre 2022 in USD

3. Candriam Bonds Emerging Market Corporate, performance netta in USD, classe di azioni istituzionali, dal 1° gennaio al 31 ottobre 2022. L'indice di riferimento è JPM Corp EMBI Broad Diversified USD RI. I risultati passati non costituiscono una garanzia di rendimenti futuri.

4. Candriam, JP Morgan, Bank of America, novembre 2022

5. Fonte: Morgan Stanley



Il real estate è come l'opera.



Simon Martin

Chief Investment Strategist and Head of Research & Investment Strategy at Tristan Capital Partners

Il grande Stephen Sondheim è stato forse il più grande artista nella storia del teatro musicale del XX secolo. Una volta disse che « l'arte è, in sé, un tentativo di creare ordine dal caos ». I più grandi compositori d'opera vissero in tempi drammatici. Puccini compose durante le guerre per la riunificazione d'Italia. Mozart e Beethoven vissero le prime due decadi della rivoluzione industriale e l'Illuminismo. Le opere di Wagner sono decisamente tumultuose. Sembra proprio che i grandi capolavori dell'opera siano più adatti a tempi incerti.

Qualcuno da qualche parte dovrebbe quindi scrivere un'opera basata sul 2022. Dopo il Covid, è scoppiata una guerra al confine orientale dell'Europa, seguita dal più rapido aumento dei tassi di interesse dall'inizio degli anni 80 e da un'impennata dell'inflazione che non ha eguali in quest'era di globalizzazione. Allo stesso tempo, le obbligazioni e le azioni sono state correlate, volatili e hanno registrato performance scadenti. La reputazione di onestà fiscale del Regno Unito, conquistata a fatica, è stata intaccata. Le criptovalute hanno subito un tracollo e sembrano agonizzare in modo drammatico. Le GAFAM hanno accusato il colpo. Gli investitori hanno dovuto essere selettivi per trovare luoghi sicuri in cui immagazzinare il loro capitale.

Nonostante questo dramma, il settore immobiliare ha avuto un anno ragionevole. Sebbene gli effetti del denominatore abbiano aumentato le allocazioni immobiliari per molti e i

flussi di capitale siano rallentati, la stabilità intrinseca dell'asset class, i solidi fondamentali operativi e la natura indicizzata dei leasing sono riusciti in qualche modo a proteggere gli investitori dai venti contrari che soffiavano in altri mercati.

Detto questo, non possiamo presumere che il settore immobiliare sia completamente isolato dalle turbolenze delle prospettive economiche. I fondamentali operativi sono solidi e ancorati a un basso rischio di offerta, ma tutti sanno che i freddi venti della recessione stanno soffiando verso l'Europa. Sembra probabile che le banche centrali manterranno una politica monetaria restrittiva, perciò la liquidità e i finanziamenti saranno razionati e bisognerà tirare fuori le capacità di gestione del portafoglio e dei rischi. Con l'efficienza energetica e i fattori ESG che diventano sempre più importanti per gli inquilini, gli edifici dovranno essere adeguatamente approvvigionati per garantire che possano competere in un clima economico più difficile; pertanto, sembra che l'intensità del capitale continuerà ad aumentare e le capacità di gestione patrimoniale dovranno essere messe in mostra. Allo stesso modo, le attività real estate sono idiosincratice e illiquide, quindi il rischio di prezzo è complesso e il capitale non sempre fluisce in modo uniforme ed efficiente dove è necessario. Ciò aumenta il rischio che le persone che hanno bisogno di capitale rapidamente per far fronte alle sfide non siano in grado di trovarlo.

Non tutti gli investitori saranno preparati a queste sfide ed è quindi quasi inevitabile che alcuni si ritroveranno a cercare freneticamente aiuto nel momento sbagliato. Alcuni sceglieranno di vendere; alcuni potranno essere spinti a vendere da creditori impazienti. Ciò si tradurrà in opportunità sia per chi investe in debito che per chi investe in azioni. La

storia ci dice che investire durante i periodi in cui il capitale è scarso permette, sotto ogni punto di vista, di accrescere le prestazioni a lungo termine. Detto questo, il capitale da solo non è sufficiente e anche gli investitori devono mostrare convinzione.

Riteniamo che, nel mercato odierno in continua evoluzione, la convinzione sia in definitiva una funzione dei fondamentali operativi: le dinamiche della domanda e dell'offerta. Dal lato della domanda ci sono diverse tendenze secolari di lungo periodo che stimolano una richiesta di spazio che può essere sfruttata dai proprietari per creare opzioni al rialzo e ridurre il rischio ciclico che deriva dalla recessione. Questi driver secolari saranno più incisivi nelle città con dati demografici più solidi e dove i livelli di posti vacanti sono bassi, in particolare come quelle in cui l'attività di costruzione è stata lenta a riprendersi dagli effetti su tempi e costi indotti dal Covid. Questi mercati saranno i più resilienti sotto stress; sono i mercati in cui è più probabile che l'indicizzazione venga accettata dai locatari; sono i mercati in cui il rialzo è più forte nella ripresa e, di conseguenza, sono i mercati in cui i rendimenti e i tassi di capitalizzazione saranno meno influenzati dalla volatilità e dall'incertezza dei tassi di interesse.

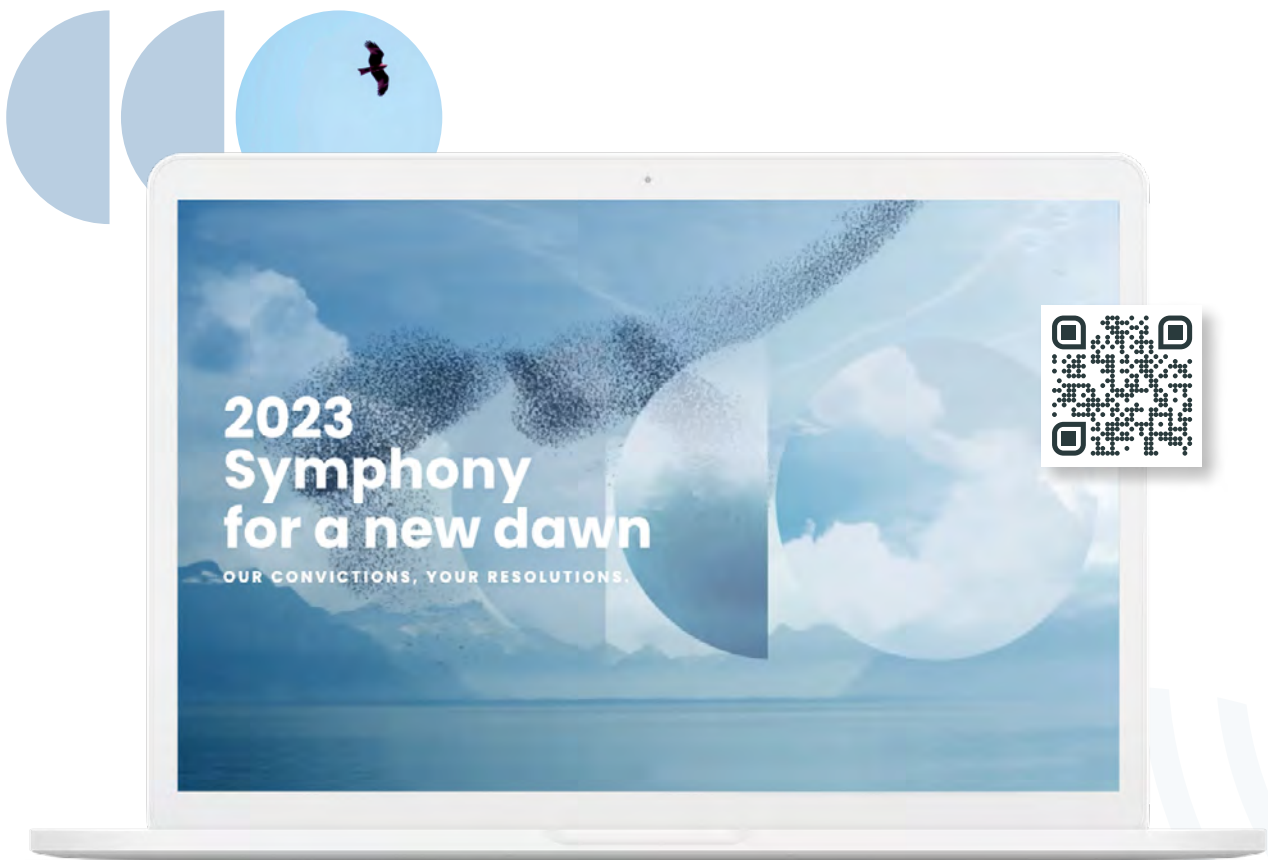
Una volta, Mark Twain andò ad assistere a « [Tristano e Isotta](#) ». Si dice che « Tristano » abbia completamente prosciugato la sua ironia. Scrisse: « Non ho mai visto niente del genere ». Twain aveva chiaramente gusto! Ma anche se non denotano la tipica ironia, le sue parole restano suggestive. Questi sono tempi difficili, ma con le difficoltà giungono anche le opportunità. Esistono modi per affrontare i tumulti. Twain sapeva quanto essenziali fossero una convinzione chiara e la fiducia nel « compositore ».





Kroum Sourov
Lead ESG Analyst, ESG
Sovereign Research

Lago dei cigni, con sfumature di grigio.



//

È probabile che i rischi continuino a materializzarsi, ma fino a quando siamo preparati e agiamo come investitori responsabili, penso che potremo fornire valore ai nostri clienti.



Multi-gestione: in che modo più voci possono risultare armoniche?



Maia Ferrand
Co-Head of External
Multi-management



Jean-Gabriel Nicolay
Co-Head of External
Multi-management

Nel *sestetto dell'Atto III delle Nozze di Figaro*, sei voci raggiungono l'armonia, mantenendo la loro parte individuale. Ci vediamo un parallelo con il mandato del multi-gestore: l'obiettivo di selezionare i migliori gestori in ogni categoria, che hanno una conoscenza completa di ogni fondo comprese le condizioni in cui offre le migliori performance, e di costruire un portafoglio unico che cerchi di generare alpha in un determinato regime di mercato.

Fare audizioni per selezionare i migliori solisti della loro categoria

Proprio come le audizioni rappresentano un passo iniziale cruciale nella costruzione di un complesso armonioso, la costruzione di un portafoglio multi-strategia comincia con la selezione di competenze di qualità. Riteniamo si ottenga un buon livello di diversificazione con una selezione di 30-35 gestori. Per costruire un portafoglio « all-weather », che mira a generare performance in tutti i regimi di mercato, riteniamo che gli investitori dovrebbero selezionare diverse strategie sottostanti all'interno di ciascuna classe di attivi, ognuna delle quali presenta un profilo di rischio/rendimento specifico:

- Nel reddito fisso, le strategie Relative Value a livello micro e macro. Mentre le prime mirano a sfruttare le dislocazioni all'interno della stessa curva dei rendimenti, in modo da offrire ricavi regolari nel tempo, le seconde puntano a beneficiare di posizioni direzionali tramite opzioni.
- Le strategie macro globali mirano a cogliere i trend nei mercati volatili. Noi preferiamo selezionare gestori con competenze in una o più classi di attivi: reddito fisso, azioni, valute.
- Equity long-short: tendiamo a privilegiare specialisti del settore con un'esposizione neutrale o bassa. L'obiettivo è generare alpha su posizioni long e short; il loro contesto privilegiato per generare performance sono i mercati senza direzione con dispersione settoriale.
- Strategie quantitative: selezioniamo gestori con diverse tecniche di investimento, come ad esempio arbitraggio statistico su azioni, arbitraggio sulla volatilità, trend following.
- Le strategie di credito sono di solito prese in considerazione quando offrono rendimenti simili alle azioni senza leva con un'asimmetria migliore.
- L'event-driven ha un ruolo più opportunistico nel portafoglio, in quanto la strategia è fortemente dipendente da contesti di mercato quali un solido ciclo di fusioni e acquisizioni e una regolamentazione stabile.

Il processo di due diligence dovrebbe essere altamente disciplinato e ottimizzato nel corso degli anni. Oltre ai consueti aspetti operativi (solidità della struttura della partnership, struttura operativa, qualità del team, gestione del rischio), dovrebbe includere una comprensione approfondita della strategia: in quali condizioni essa genererà i migliori rendimenti, o, al contrario, risulterà in difficoltà? Riteniamo che dovremmo cercare di trascorrere il più tempo possibile con i gestori, analizzando le abilità finanziarie e relazionali: personalità, comunicazione, temperamento. Dobbiamo capire in che modo il gestore risponderà in mercati difficili e se intende raggiungere semplicemente un risultato o ha piani a lungo termine. Come ha detto Duke Ellington, « *i saggi musicisti sono quelli che suonano ciò che possono padroneggiare* ». Come un conduttore seleziona la voce migliore per ogni parte, dobbiamo sapere, per ogni contesto di mercato, quali sono i gestori che faranno meglio.

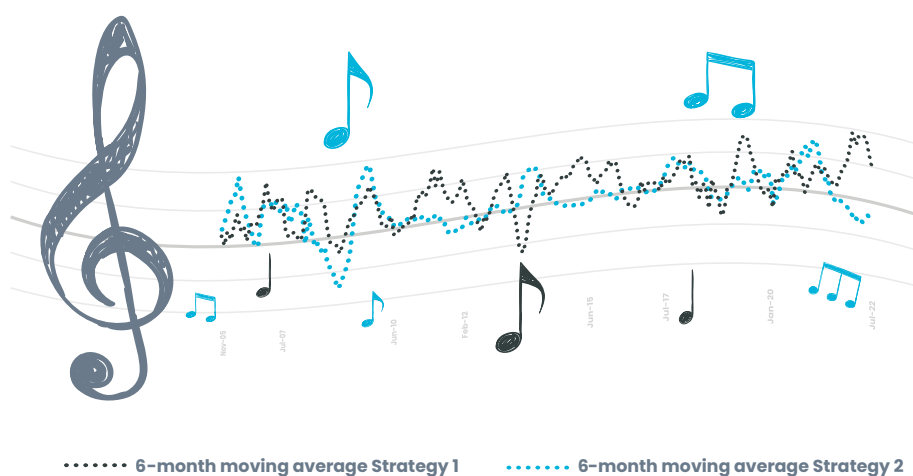
I migliori solisti non creano sempre il complesso migliore. È fondamentale comprendere come interagiscono

Assumere i migliori talenti individuali non è una garanzia di successo: è più importante farli lavorare bene insieme. Come il compositore seleziona questo soprano e quel baritono per creare un'alchimia per una parte specifica, il multi-gestore mira a selezionare la migliore combinazione di gestori per conseguire l'obiettivo di rischio/rendimento target.

Tra gli strumenti disponibili per la costruzione e il monitoraggio del portafoglio, gli stress-test e le analisi delle correlazioni sono particolarmente utili per verificare la diversificazione del rischio e monitorare i contributi delle strategie al rischio e al rendimento nel tempo, considerando inoltre l'esposizione tematica. Un approccio basato sul rendimento assoluto mira a offrire rendimenti stabili in tutte le condizioni di mercato. La stabilità si ottiene attraverso la diversificazione, con l'obiettivo di evitare concentrazioni eccessive e correlazioni nascoste. Nel nostro portafoglio, due terzi delle strategie mostrano una correlazione tra loro inferiore allo 0,25[1].

Ad esempio: sul fronte del reddito fisso, le strategie macro globali tendono a comportarsi meglio nei mercati dislocati con trend, mentre i fondi macro Relative Value offrono un profilo molto convesso in grado di cogliere i cambiamenti del mercato, anche repentini e violenti. Sul fronte azionario, cercheremo una dispersione tra i vari settori; pertanto, selezioniamo gestori long/short specializzati nel settore con un orientamento direzionale contenuto sul mercato.

6-month rolling P&L of two underlying strategies



Examples are hypothetical in nature, do not reflect actual investment results and are not a guarantee of future results. This is for illustrative purposes only and not indicative of any investment.

Source: Candriam proprietary database

Il nostro principale fattore di successo: l'esperienza

Negli ultimi 20 anni siamo stati in grado di costruire un database esclusivo e difficile da replicare. L'esperienza è fondamentale per affrontare tutti gli scenari di mercato. Siamo convinti che questo sia l'unico modo di offrire agli investitori una performance costante nel corso degli anni, sovraperformando il mercato e gli indici negli anni di contrazione e affrontando eventi di mercato come la correzione dei titoli growth rispetto a quelli value nel secondo e nel terzo trimestre del 2021, e i timori inflazionistici del quarto trimestre 21 che si sono materializzati con la guerra in Ucraina nel febbraio 2022.

Che cos'è che rende grande un musicista? Il talento rappresenta il 20%, lavoro ed esperienza l'80 per cento. Con la nostra ventennale esperienza di investimento e il nostro team molto stabile, abbiamo costruito un complesso in grado di svolgere le operazioni più impegnative.

Tutte le strategie d'investimento comportano rischi, incluso il rischio di perdita del capitale. I principali rischi associati alla nostra strategia sono i seguenti: rischio di perdita del capitale, rischio azionario, rischio di tasso d'interesse, rischio legati alle materie prime, rischio di credito, rischio di alto rendimento, rischio di valuta, rischio di liquidità, rischio connesso ai derivati, rischio di controparte, rischio di arbitraggio, rischio di volatilità, rischio legato ai mercati emergenti, rischio di leva, rischio del fornitore dell'indice, rischio di sostenibilità.

Rischio di sostenibilità: si riferisce a qualsiasi evento o situazione nel contesto ambientale, sociale o di governance che potrebbe influenzare la performance e/o la reputazione degli emittenti detenuti in portafoglio. Il rischio di sostenibilità può essere specificamente correlato all'emittente, a seconda delle sue attività e pratiche, ma può anche essere dovuto a fattori esterni.

I risultati passati di uno strumento finanziario o indice, o di un servizio o di una strategia d'investimento, ovvero le simulazioni di risultati passati o le previsioni di risultati futuri non costituiscono indicatori affidabili dei rendimenti futuri.

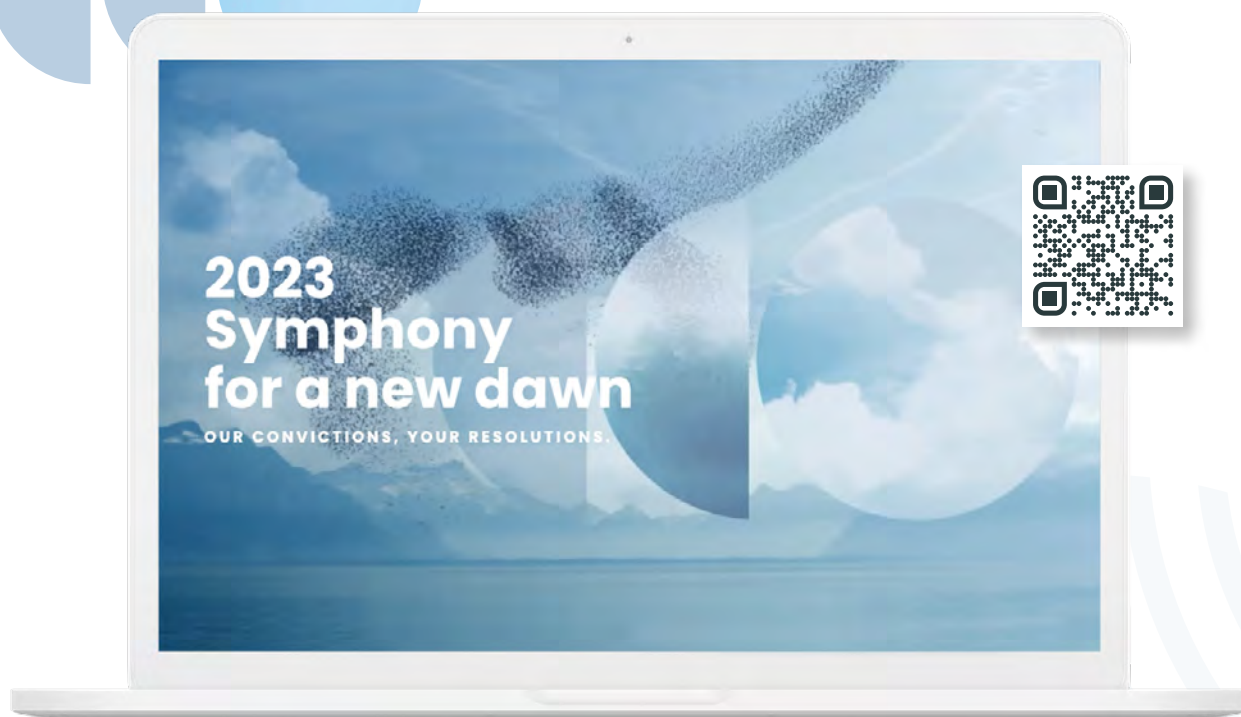
1. Fonte: Candriam, strategie di correlazione incrociata CWA Alphamax a fine novembre 2022.





Alix Chosson
Lead ESG Analyst for the
Environmental Research
& Investments

Una lenta « marcia funebre » per l'era dei combustibili fossili.



L'accelerazione della transizione energetica, supportata da azioni decisive da parte dei governi, offre straordinarie opportunità agli investitori.

Net Zero con i mercati emergenti: prima che scocchi la mezzanotte.

Il Net Zero è un momento decisivo per l'economia globale e gli investitori possono aiutare i mercati emergenti a essere parte integrante della transizione energetica.





Galina Besedina
Senior Emerging Markets
Equity Research Analyst and
Portfolio Manager

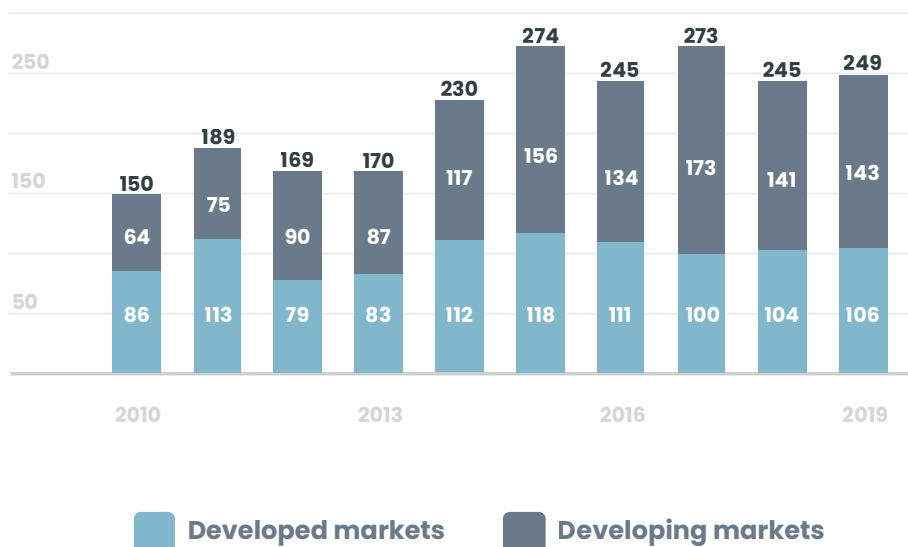


Paulo Salazar
Head of Emerging
Markets Equity

Cenerentola si era talmente divertita al ballo che aveva dovuto correre giù per le scale, per allontanarsi a bordo della sua carrozza, prima che quest'ultima si trasformasse in una zucca all'ultimo rintocco di mezzanotte. La fiaba scritta da Charles Perrault è stata trasposta in un balletto e in diverse opere liriche, amate da bambini ed adulti, come la [Cendrillon di Jules Massenet](#), la cui prima si svolse nel 1899 a Parigi. Ma dubitiamo che l'umanità voglia farsi trovare in ritardo, come Cinderella, dai rintocchi della transizione energetica.

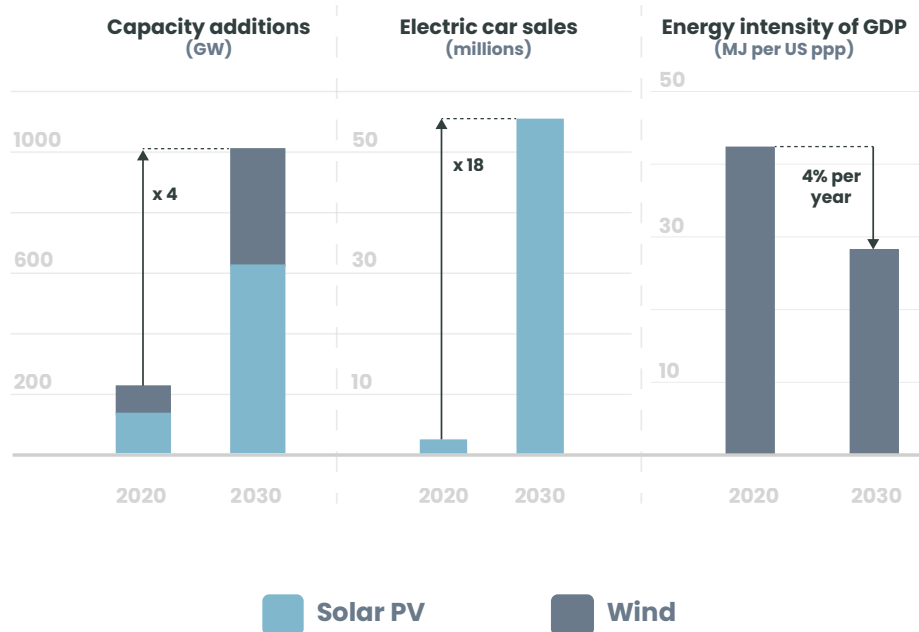
Mercati emergenti: leader globali nel finanziamento di asset per l'energia pulita di nuova generazione

Global new-build clean energy asset finance by market type



Source: Bloomberg, NEF

Key clean technologies ramp up by 2030



Note: MJ = megajoules, GDP= Gross domestic product in purchasing power parity

Source: Bloomberg, NEF

Senza i mercati emergenti, sarà impossibile raggiungere gli obiettivi « Net Zero », di importanza vitale a livello globale. Pari ad oltre il 62% della popolazione mondiale e al 48% delle emissioni globali[1], i mercati emergenti dovranno costituire una delle principali priorità degli investitori a impatto sostenibile. L'entità della sfida è enorme: i mercati emergenti devono trovare altri 94.800 miliardi di dollari per la transizione al « net zero » entro il 2060[2]. Eppure, gli investitori internazionali sembrano tenersi sostanzialmente alla larga dal comparto, spaventati dai potenziali rischi geopolitici e dall'incertezza.

In che modo gli investitori responsabili possono sostenere la transizione energetica dei mercati emergenti senza comprometterne i principi?

Focus sulle opportunità legate al cambiamento climatico

Alcune società dei mercati emergenti saranno tra gli attori più importanti della transizione energetica, non solo nei propri mercati di origine, ma anche nel resto del mondo.

Nei dieci anni dal 2020 al 2030, ad esempio, la capacità di produzione globale di energia fotovoltaica (PV) e di energia eolica è destinata a quadruplicare. La maggior parte dei produttori di pannelli solari si trova in Asia. Nello stesso periodo,

si prevede che le vendite di auto elettriche cresceranno di circa 18 volte. L'energia fotovoltaica è ora una delle opzioni energetiche più economiche a livello globale[3] e la Cina e il resto dell'Asia avranno un ruolo preponderante nell'espansione della generazione di energia solare fino al 2028. Solo un anno fa, alla fine del 2021, la Cina vantava 300 GWt di capacità solare installata[4] rispetto ai 160 GWt dell'Unione europea (UE)[5]. E poi, naturalmente, ci sono i veicoli elettrici.

Passare all'elettrico

Per quanto riguarda i veicoli elettrici, il previsto passaggio alla mobilità a emissioni zero nelle economie sviluppate non può essere realizzato senza i mercati emergenti. Ad esempio, l'UE ha deciso di recente che tutte le auto e i furgoni di nuova immatricolazione in Europa saranno a zero emissioni entro il 2035. Nella fase intermedia verso l'azzeramento, i nuovi standard di CO2 imporranno inoltre un calo medio delle emissioni rispettivamente del 55% per le auto nuove e del 50% per i nuovi furgoni, entro il 2030[6].

In un settore in cui la batteria rappresenta una quota notevole del prezzo di un'auto elettrica, l'Asia è destinata a diventare l'officina del mondo, aiutata dalla sua posizione globalmente dominante in tutta la supply chain.

Secondo Benchmark Minerals, la Cina disporrà di una capacità produttiva di 322 gigawatt ore (GWh) in Europa entro il 2031, con la Corea del Sud al secondo posto, con 192GWh, seguita da Francia e Svezia. Gli Stati Uniti saranno al quinto posto, grazie allo stabilimento Tesla di Berlino, seguiti da Germania e Norvegia. Il Regno Unito sarà ottavo con appena 20GWh[7].

Altri protagonisti dell'economia circolare...

I cosiddetti « greenabler » sono produttori di elementi costitutivi di un'economia globale più circolare e più efficiente dal punto di vista energetico. Fra loro, si contano i principali fornitori di rame e litio: metalli essenziali per la decarbonizzazione. Un altro esempio sono i produttori di semiconduttori, prodotti per la maggior parte in Asia, che svolgono un ruolo cruciale nella riduzione del consumo di elettricità e la cui domanda è in crescita.

Know-how

Per identificare opportunità di investimento specifiche, riteniamo che gli investitori debbano costruire un universo esaustivo di società dei mercati emergenti che svolgono un ruolo positivo nel fornire soluzioni climatiche. L'approccio di Candriam è quello di « raggruppare » queste aziende attorno a temi diversi, come i veicoli elettrici, le energie rinnovabili, i software, il riciclaggio o la « smart grid »[8].

Nella nostra esperienza, fra le società dei paesi emergenti ci sono molte « gemme nascoste », il cui business a prima vista non ha molto a che fare con la transizione energetica, ma che in realtà possono offrire importanti contributi positivi. Ad esempio, la società di servizi finanziari taiwanese **Chailease** non è solo uno specialista del leasing, delle vendite rateali, dell'importazione e dell'esportazione e del finanziamento diretto, ma è anche uno dei maggiori proprietari di impianti solari nel paese.

WEG SA, nota società a livello internazionale, è un produttore internazionale di motori elettrici, generatori, trasformatori, riduttori e motoriduttori con sede in Brasile. Meno nota è la sua elevata esposizione alle energie rinnovabili, alla mobilità elettronica e all'automazione industriale[9].

Siemens in India registra una forte domanda di soluzioni di decarbonizzazione industriale[10] sotto forma di sistemi di recupero termico dai rifiuti, soluzioni per il trattamento della biomassa e interventi di ammodernamento e aggiornamento con soluzioni di efficienza energetica, come i trasformatori elaborati con tecniche di eco-design[11].

Yadea è il maggiore operatore nel mercato cinese di veicoli elettrici a due ruote[12], con quasi un terzo del mercato interno. La società progetta, sviluppa, produce e commercializza scooter elettrici, bici elettriche e relativi accessori. Ciò che la rende particolarmente interessante per noi è che Yadea ha sviluppato anche batterie a grafite[13], alternativa accessibile alle batterie acide e agli ioni di litio.

Chiaramente tra i principali fattori abilitanti ci sono i contributori più evidenti alla transizione energetica, come **Sungrow Power Supply**, un produttore cinese di inverter solari (inverter fotovoltaici) con una quota di mercato globale del 21% nel 2021[14]. L'inverter solare è un dispositivo che converte l'energia generata da un pannello solare in corrente elettrica regolare, che può essere immessa in una rete di alimentazione locale.

Concentrarsi su ciò che conta

La soglia « net zero » globale verrà raggiunta quando le emissioni di gas serra (GHG) causate dall'uomo verranno ridotte al minimo assoluto, mentre le restanti « emissioni residuali » verranno eliminate dall'atmosfera dalle piante o da nuove tecnologie, appositamente progettate a tale scopo. Storicamente, le economie avanzate hanno emesso più CO2 rispetto ai mercati emergenti. Ma le economie avanzate di Europa e Stati Uniti sono state anche le prime a tagliare le emissioni. Tuttavia, un percorso globale non sarà possibile fino a quando i mercati emergenti non si sentiranno incentivati ad adottare misure altrettanto efficaci e gli investitori non svolgeranno un ruolo importante per orientare i flussi di capitale verso gli attori del cambiamento climatico. In questo modo l'umanità non dovrà saltare dalla ricchezza allo straccio con l'ultimo rintocco della campana, proprio come Cenerentola

Importante

Si prega di notare che i portafogli Candriam investono nelle società menzionate nel presente articolo, al momento della redazione.

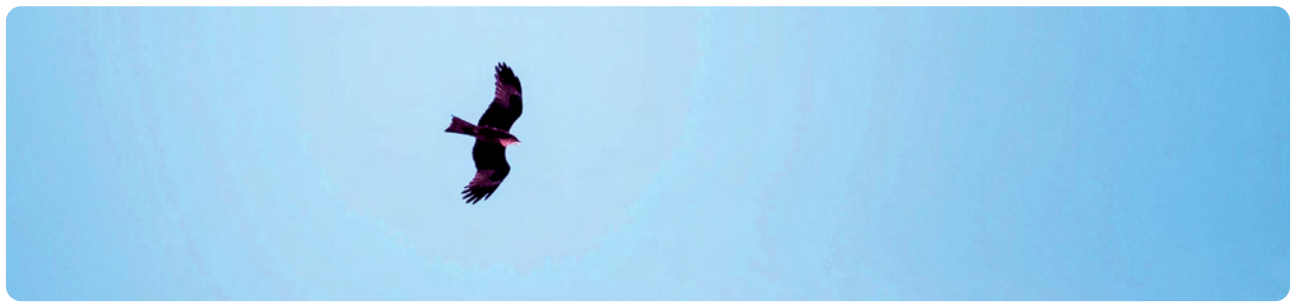
Rischi

Tutte le nostre strategie d'investimento comportano rischi, incluso il rischio di perdita del capitale. I principali rischi associati alla nostra strategia Sustainable Emerging Markets Equity sono i seguenti: rischio di perdita del capitale, rischio azionario, rischio di tasso d'interesse, rischio valutario, rischio di liquidità, rischio dei mercati emergenti, rischio di investimento ESG, rischio per le azioni di classe A (Cina), rischio di sostenibilità.

Rischio di sostenibilità: si riferisce a qualsiasi evento o situazione nel contesto ambientale, sociale o di governance che potrebbe influenzare la performance e/o la reputazione degli emittenti detenuti in portafoglio. Il rischio di sostenibilità può essere specificamente correlato all'emittente, a seconda delle sue attività e pratiche, ma può anche essere dovuto a fattori esterni.

I risultati passati di uno strumento finanziario o indice, o di un servizio o di una strategia d'investimento, ovvero le simulazioni di risultati passati o le previsioni di risultati futuri non costituiscono indicatori affidabili dei rendimenti futuri.

1. P. 11, https://www.ifc.org/wps/wcm/connect/26f79a1b-c191-494b-b2d9-c891e138bb37/IFC_GreenReport_FINAL_web_1-14-21.pdf?MOD=AJPERES&CVID=nsiJVvR
2. Leveraging markets for the green push | Standard Chartered (sc.com), <https://www.sc.com/en/feature/leveraging-markets-for-the-green-push/>
3. CLSA, 2022, Global clean energy, 2023 outlook: Time for realism
4. China: installed solar power capacity 2021 | Statista
5. In focus: Solar energy – harnessing the power of the sun (europa.eu)
6. https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/ip_22_6462
7. <https://www.ft.com/content/d407772c-4a76-4e59-9bb0-998b3f22383b>
8. An electricity supply network that uses digital communications technology to detect and react to local changes in usage.
9. <https://www.weg.net/institutional/FR/fr/news/corporate/consistent-growth-supported-by-demand-for-renewable-energy-and-international-expansion>
10. <https://www.siemens-energy.com/global/en/offerings/decarbonization-products-solutions.html>
11. <https://www.siemens-energy.com/global/en/offerings/power-transmission/portfolio/transformers.html>
12. <https://www.yadea.com/>
13. <https://www.prnewswire.com/news-releases/yadea-unveils-the-guanneng-3-with-breakthrough-long-battery-life-301576616.html>
14. <https://renewablesnow.com/news/huawei-sungrow-control-44-of-pv-inverter-market-in-2021-791023/>



India: gli astri si stanno finalmente allineando?



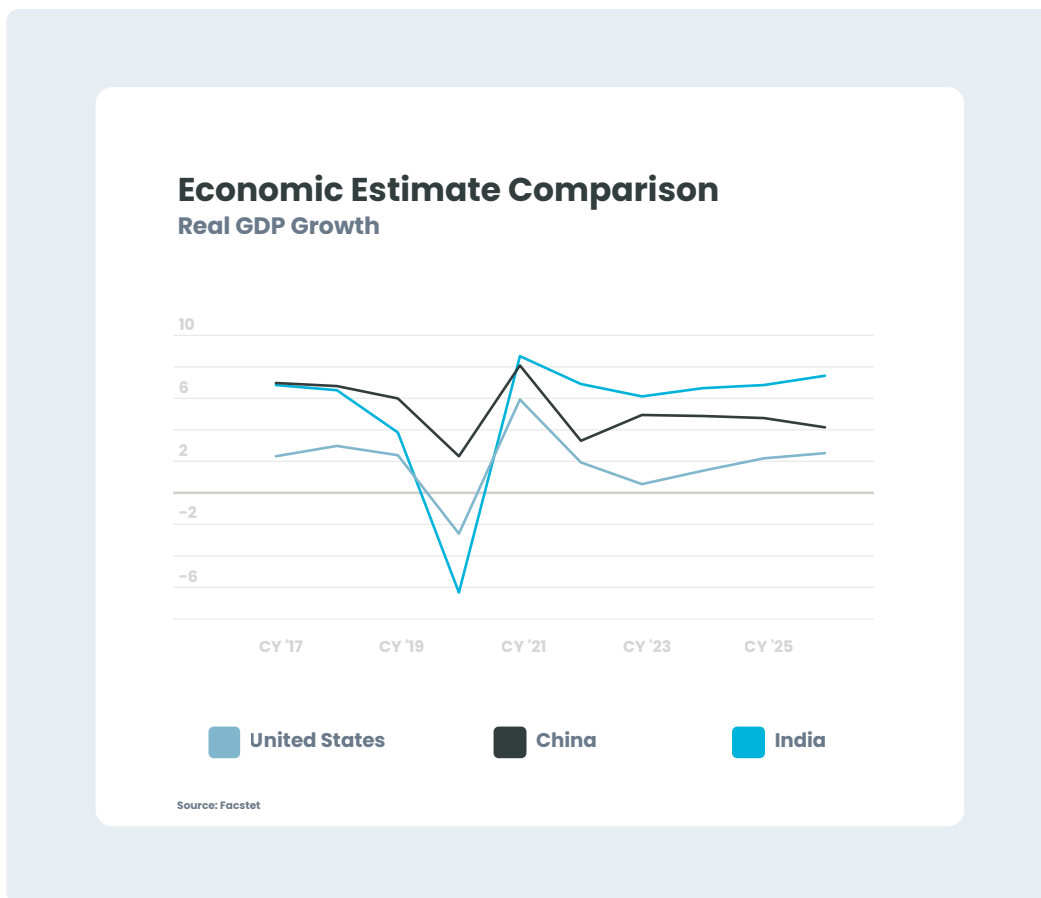
Vivek Dhawan
Portfolio Manager & Equity
Analyst, Emerging Markets Equity

L'anno scorso, l'India è diventata la quinta economia mondiale, con un PIL superiore a 3.000 miliardi di dollari. Nel 2022 e 2023, dovrebbe essere l'unica grande economia a registrare una robusta crescita del PIL reale, con circa il 7%^[1], pari a circa il 22% della crescita mondiale^[2]. L'India è in procinto di realizzare una crescita sostenibile a lungo termine? E come possono gli investitori partecipare a questo nuovo corso?

Le riforme politiche favoriscono la crescita

Negli ultimi anni, l'India ha avviato diverse riforme cruciali sul lato dell'offerta che potrebbero aiutare il Paese a raggiungere in futuro una crescita economica sostenibile. Una delle iniziative più importanti è stato il passaggio a un più elevato contributo degli utili al PIL del Paese. La riforma prevede una riduzione delle aliquote di imposta sulle società per le nuove attività manifatturiere, con un calo dal 25% al 15% nel 2019, e diversi programmi di incentivi legati alla produzione. In larga misura, ciò riproduce il modello di crescita economica del Sud-Est asiatico, trainata dal ciclo delle esportazioni e degli investimenti; un modello che abbiamo visto svilupparsi con successo anche in altre economie, negli anni scorsi. Altre riforme includono la legge unificata sull'imposta sui beni e servizi, la legge sulla regolamentazione dei beni immobili e il codice fallimentare. Inoltre, l'India ha beneficiato di un contesto mondiale favorevole e della diversificazione delle supply chain globali, che ha portato a un aumento degli investimenti diretti dall'estero.

Stime di crescita del PIL per le principali regioni



Temi con opportunità di crescita esponenziale

Di conseguenza, stiamo assistendo a una crescita dirompente in diversi settori che potrebbero avere il potenziale per garantire un elevato sviluppo economico sul lungo termine.

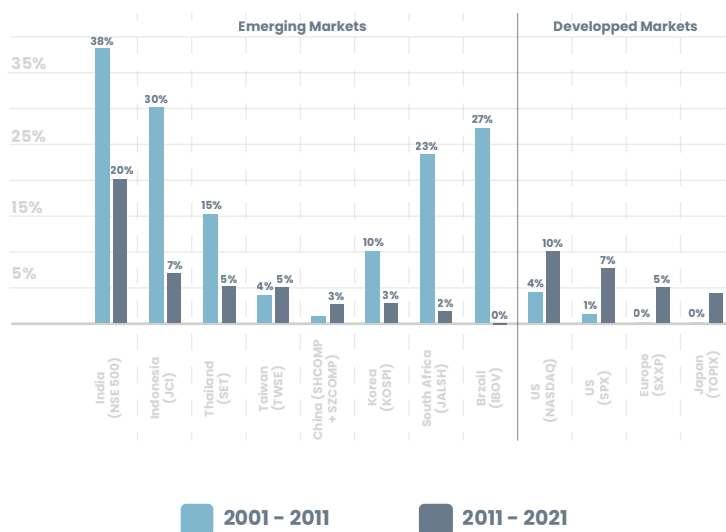
- **Rilancio del ciclo di investimento.** In una fase in cui l'attenzione della politica indiana si sposta sull'aumento degli investimenti in beni strumentali, l'ovvia conseguenza di questa tendenza è il boom della domanda di credito e di finanziatori. Considerando che molti istituti finanziari indiani hanno imparato a sfruttare l'uso della tecnologia e che l'attuale livello di credito è inferiore al 60% del PIL indiano, riteniamo che la domanda di credito abbia un potenziale di crescita di circa il 15% (annualizzato) per gli anni a venire[3]. Il potenziamento delle infrastrutture è un altro tema che potrebbe contribuire a generare crescita economica per molti anni, dato che il governo ha annunciato un'espansione dei corridoi di trasporto merci e delle capacità portuali.
- **Industria manifatturiera.** La spinta giunge da tre fattori chiave: i maggiori sforzi per la diversificazione della supply chain globale, gli incentivi governativi alla produzione in 14 settori e i bassi costi di produzione rispetto ai Paesi sviluppati. Riteniamo che la produzione manifatturiera indiana abbia il potenziale per triplicare la propria crescita entro il 2031. Gli esportatori indiani del settore manifatturiero e dell'automazione sono ben posizionati per beneficiare di questa opportunità di crescita.

- **Transizione energetica.** L'impegno dell'India al vertice COP26 si è concentrato non solo sulla riduzione delle emissioni di CO2, ma anche sull'aumento del contributo delle rinnovabili. Tuttavia, per un Paese che deve far fronte a un fabbisogno energetico in rapida crescita, è indispensabile che una quota maggiore (quasi i 2/3 entro la fine del decennio) di nuove forniture energetiche provenga da fonti pulite, principalmente solare, biocarburanti e idrogeno. Pensiamo che questo creerebbe circa 700 miliardi di dollari di opportunità di investimenti in beni strumentali nel settore delle energie rinnovabili.
- **Servizi digitali.** Mentre le imprese globali puntano ad attuare la transizione digitale e gli investimenti mondiali in tecnologia continuano a crescere, gli esportatori di servizi indiani potrebbero trovare un nuovo motore di crescita nelle soluzioni digitali, con la possibilità di triplicarne il valore nei prossimi 10 anni, fino a superare i 500 miliardi di dollari. Tra i beneficiari di questa importante tendenza strutturale non ci saranno solo le più grandi aziende indiane del settore IT, ma anche gli operatori di nicchia delle soluzioni digitali.

Raccogliere il testimone della crescita

Con il concretizzarsi di una confluenza di fattori positivi, l'India sembra pronta a garantire una crescita sostenibile del PIL reale del 6%-7% all'anno per diversi anni[4]. Questo ritmo, che in termini musicali potremmo definire come un « *prestissimo* »[5], non solo è superiore alla media globale, in un'economia mondiale che attualmente sta rallentando, ma rappresenterebbe anche un significativo quinto della crescita del PIL mondiale.

% share of «10-Baggers» in a decade



«10-Baggers» are defined as stocks that went up 10x in 10 years; During 2011-2021, 20% of stocks that were part of the NSE 500 Index at the start delivered a total return of over 900%. During the previous decade, 38% of such stocks did so; Returns are in local-currency terms.

Source: Bloomberg Intelligence

Per gli investitori, questa fase potrebbe aprire le porte a opportunità di crescita esponenziali in vari settori evidenziati in precedenza. Secondo un recente studio di Bloomberg, nell'ultimo decennio, il mercato indiano ha visto infatti la maggior parte delle azioni crescere di oltre 10 volte (o « 10 x bagger ») rispetto a qualsiasi altro mercato azionario importante[6].

È forse per questo motivo che, mentre la maggior parte dei mercati azionari mondiali ha subito un'importante correzione nel 2022, le azioni indiane hanno continuato a toccare nuovi massimi storici. Se prevedere i movimenti di mercato a breve e medio termine è un compito impossibile, guardando al lungo termine una cosa sembra chiara: finalmente, dopo molto tempo, [gli astri sembrano allinearsi per l'India](#).



Se prevedere i movimenti di mercato a breve e medio termine è un compito impossibile, guardando al lungo termine una cosa sembra chiara: finalmente, dopo molto tempo, gli astri sembrano allinearsi per l'India.

Riferimenti: MS Blue Paper on India.

Rischi

Tutte le nostre strategie d'investimento comportano rischi, incluso il rischio di perdita del capitale. I principali rischi associati alla nostra strategia Emerging Markets Equity sono i seguenti: rischio di perdita del capitale, rischio azionario, rischio di tasso d'interesse, rischio valutario, rischio di liquidità, rischio di derivati, rischio dei mercati emergenti, rischio di investimento ESG, rischio per le azioni di classe A (Cina).

I risultati passati di uno strumento finanziario o indice, o di un servizio o di una strategia d'investimento, ovvero le simulazioni di risultati passati o le previsioni di risultati futuri non costituiscono indicatori affidabili dei rendimenti futuri.

1. Stime di crescita del PIL: Stime di FactSet
2. Contributo alla crescita del PIL in % della crescita del PIL mondiale: MS Blue paper pag. 15
3. Stime di crescita del credito: MS Blue paper pag. 12
4. Stime di crescita del PIL: Stime di FactSet
5. Estremamente veloce, il tempo più veloce possibile (201-208 BPM).
6. Studio sui « multi bagger » di Bloomberg: Chasing multi-baggers? India has had more stocks rising 10-fold | Insights | Bloomberg Professional Services, <https://www.bloomberg.com/professional/blog/chasing-multi-baggers-india-has-had-more-stocks-rising-10-fold/>





La fuga dei tassi d'interesse: i rendimenti obbligazionari sono tornati, ma è rimasto tutto uguale?



Philippe Noyard
Global Head of Credit &
Deputy Global Head of
Fixed income

I rendimenti obbligazionari sono tornati, ma con una differenza. In una fuga musicale, il tema si ripete. Se l'aumento dei tassi è un tema che i mercati hanno già visto, questa volta il crescendo del ritmo potrebbe cambiare completamente il risultato. Ascoltate bene le variazioni, la selettività sarà cruciale.

Attenti a ciò che desiderate... potreste essere esauditi.

Destinati a combattere l'inflazione, gli aumenti dei tassi delle banche centrali hanno scosso i mercati obbligazionari, sollevando timori sui rischi di recessione economica in caso di eccessi.

La combinazione di tassi d'interesse positivi e premi di rischio storicamente elevati nel credito europeo offre cedole interessanti agli investitori alla ricerca di un carry.

Il credito Investment Grade non ha mai registrato, in tutta la sua storia, tali rendimenti negativi: dal -12,53% nei primi 11 mesi dell'anno per l'indice BoFa IG Euro Corporates.[1]

L'inasprimento delle politiche monetarie è il principale fattore alla base di questa situazione. Impossibile passare da rendimenti negativi al 2%, sui titoli di Stato tedeschi, senza generare perdite.

Solo il 20% della perdita di valore è attribuibile al rischio di credito. La normalizzazione dei tassi di riferimento dovrebbe proseguire nel 2023, ma a un ritmo molto meno aggressivo, poiché l'inflazione sembra aver raggiunto il suo massimo. La questione principale sarà la rapidità del suo declino, escludendo nuovi shock esogeni, in particolare in Europa.

I premi di rischio sono saliti dall'1% a inizio gennaio all'1,8% a fine novembre, per il credito Investment Grade in euro, e dal 3,3% al 5% per il credito High Yield europeo[2]. Questi livelli di valutazione superano le medie storiche degli ultimi 10 anni e implicano probabilità di default prossime all'8% per l'High Yield, ben al di sopra del 4,5% storico in quel periodo.[3]

Anche se è probabile che l'inizio del 2023 sarà complicato, con un rendimento odierno del 4% sull'Investment Grade in euro, riteniamo che questa asset class offra una performance interessante nell'attuale contesto..

La selettività rimane all'ordine del giorno

L'analisi fondamentale resterà essenziale nel 2023.

Nei prossimi mesi, è probabile che i coefficienti di credito subiscano un notevole deterioramento. In tutto il mondo, la crescita economica sta rallentando e le prospettive di crescita degli utili stanno diminuendo.

L'anno sembra difficile per le società più indebitate e cicliche. Nel 2023 prevediamo più declassamenti del rating del credito che miglioramenti.

I margini di profitto dovrebbero diminuire e la leva finanziaria dovrebbe crescere. I profili più difensivi, o le società in grado di trasferire gli aumenti di prezzo ai loro clienti finali, saranno i competitor vincenti.

Per molti anni, le aziende hanno beneficiato di bassi tassi di finanziamento e ne hanno approfittato per estendere la scadenza media del loro debito.

L'aumento degli interessi passivi sembra gestibile per le società Investment Grade. Solo l'11% del debito totale

dovrebbe essere rifinanziato nel 2023, con una cedola media del 4,20% rispetto all'1,90% del 2021.[4]

In media, gli emittenti High Yield non hanno grandi scadenze a breve termine. Tuttavia, una prolungata stretta dei mercati dei capitali potrebbe rivelarsi problematica per alcune società. Anche se la qualità media del credito è notevolmente migliorata rispetto al passato, *ci aspettiamo che il tasso di default raddoppi a un livello compreso fra il 4% e il 5% nel 2023.*

Cautela sui nomi più deboli

Una fuga ritorna sempre alla sua idea tematica. Potrebbe non essere il caso per i mercati. L'affidabilità creditizia degli emittenti con i rating più bassi, da B a tripla C, è a rischio.

Questi segmenti includono molte società acquisite da fondi di private equity attraverso operazioni di leveraged buy-out. Questi ultimi hanno utilizzato un effetto leva molto elevato, spesso a tassi variabili, per raggiungere i loro obiettivi di rendimento in un contesto di finanziamento a basso costo. Queste società devono ora affrontare un calo del margine operativo, contemporaneamente a una pressione ancora maggiore dovuta ad aumenti significativi dei pagamenti di interessi.

Alcune società subiranno significativi declassamenti dei rating, con conseguente sottoperformance o persino default.

Concludere la fuga con un tocco di classe

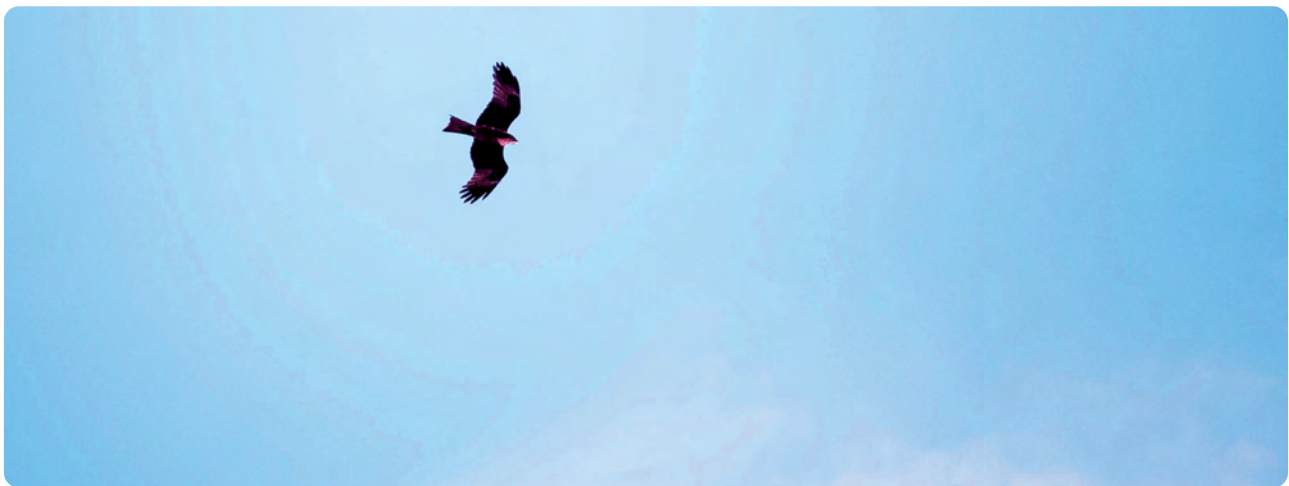
Riteniamo che il 2023 offrirà opportunità di investimento reali, con rendimenti interessanti. Siamo inoltre convinti che alcuni segmenti del mercato del credito rimarranno particolarmente vulnerabili e che la loro probabilità di insolvenza non si riflette ancora pienamente negli spread del credito. Ora più che mai, riteniamo essenziale favorire una gestione attiva e avere team di analisti di credito e ESG ben organizzati, che scelgono uno stile *moderato più moto*.

1. Fonti dei dati: Bloomberg, Candriam.

2. Bloomberg, Candriam. Per quanto riguarda l'Investment Grade, i dati si riferiscono all'indice ICE BofA Euro Corporate; per l'High Yield, ai dati relativi all'indice ICE BofA Euro High Yield.

3. S&P Capital IQ, Tassi di default speculativi a 12 mesi.

4. Bloomberg, Candriam.



Obbligazioni sostenibili: un passo indietro e due avanti.



Céline Deroux
Senior Fixed
Income Strategist,
Global Bonds



Lucia Meloni
Lead ESG Analyst for the
Environmental Research
& Investments

Allegro... ma non troppo. Le tensioni geopolitiche e il potenziale shock delle forniture energetiche hanno sollevato dubbi sul percorso di transizione energetica. Gli investimenti delle aziende nelle tecnologie pulite potrebbero essere ritardati dall'aumento dei costi e dei tassi di interesse, ma la transizione energetica è ancora all'ordine del giorno. L'attuale contesto può rappresentare un'opportunità per accelerare il raggiungimento della neutralità carbonica, investendo in obbligazioni sostenibili, ma la selettività è fondamentale!

A causa delle condizioni di mercato, l'emissione di obbligazioni sostenibili è stata inferiore alle aspettative

Il 2022 è stato un anno difficile per le obbligazioni sostenibili, con 700 miliardi di dollari di offerta sul mercato primario dall'inizio dell'anno^[1], rispetto ai 950 miliardi di dollari del 2021. Siamo lontani dalle nostre aspettative di 1.000 miliardi di dollari l'anno! La volatilità del mercato, la chiusura del mercato primario e le condizioni finanziarie più severe hanno contribuito al calo delle emissioni, con un volume mensile di 58 miliardi di dollari rispetto agli 86 miliardi dello scorso anno. Tuttavia,

se complessivamente le emissioni sono state molto inferiori rispetto allo scorso anno, la quota di emissioni sostenibili è aumentata rispetto alle obbligazioni tradizionali. Per i titoli *investment grade* non finanziari, le obbligazioni con etichetta sostenibile rappresentano il 30% del totale delle emissioni annuali, rispetto al 19% del 2021 e all'8% del 2020. Anche le società *high yield* hanno aumentato la quota di obbligazioni sostenibili al 9% rispetto alle obbligazioni tradizionali, contro il 4% dello scorso anno. Questo dato riflette una maggiore volontà di affrontare tematiche sostenibili e il portafoglio ordini rivela che la domanda è ancora intatta.

Le ragioni della transizione energetica non sono mai state così forti

Il conflitto tra Ucraina e Russia ha ricordato l'urgenza di trovare più tecnologie per l'energia pulita. L'UE ha proposto un piano per raggiungere l'indipendenza dai combustibili fossili russi ben prima del 2030. « RePower EU » mira a migliorare la resilienza del sistema energetico e a diversificare le fonti di approvvigionamento di gas, incentivando l'uso del biometano e dell'idrogeno, aumentando le fonti rinnovabili e promuovendo l'efficienza energetica. Il pacchetto « Fit for 55 » dovrebbe già ridurre il consumo di gas del 30% entro il 2030 e « Next generation EU » dovrebbe costruire un'Europa post Covid più resiliente destinando il 30% delle risorse al finanziamento di progetti ecologici tra il 2021 e il 2026.

Anche la Banca Centrale Europea vuole decarbonizzare il suo bilancio favorendo gli investimenti verdi nel suo portafoglio di obbligazioni societarie. Le considerazioni sul clima vengono ora incorporate orientando gli acquisti societari verso emittenti



Nel 2023 si dovrebbe assistere a una ripresa dell'offerta di obbligazioni sostenibili.

con un migliore punteggio climatico. Da ottobre, i reinvestimenti delle obbligazioni maturate nell'ambito dell'APP (Asset Purchase Programme) e del PEPP (Pandemic Emergency Purchase Programme) dovrebbero favorire gli emittenti a bassa intensità di carbonio, con una strategia di decarbonizzazione ambiziosa e credibile e una buona qualità dell'informativa sulla sostenibilità. Intendono anche imporre limiti alla scadenza delle obbligazioni agli emittenti con un basso punteggio climatico.

L'*Inflation Reduction Act* negli Stati Uniti è un altro esempio del più grande investimento nella storia statunitense per combattere la crisi climatica, aumentare la sicurezza energetica e ridurre il costo della vita per le famiglie. Questo piano investirà più di 300 miliardi di dollari e prevede crediti d'imposta per l'acquisto di veicoli elettrici assemblati negli Stati Uniti, per aumentare l'efficienza energetica degli alloggi economici o per la produzione di pannelli solari o turbine eoliche.

Ci aspettiamo un rimbalzo delle emissioni di obbligazioni sostenibili: Allegro

Nel 2023 si dovrebbe assistere a una ripresa dell'offerta di obbligazioni sostenibili, con 900 miliardi di dollari di emissioni previste, suddivise tra i quattro tipi di strumenti seguenti: green bonds, sustainability e sustainability-linked bonds, e social bonds.

Le emissioni green dovrebbero continuare a prevalere (60%) grazie al finanziamento di numerosi progetti ecologici in Europa ma anche negli Stati Uniti nell'ambito dell'*Inflation Reduction Act*.

Anche le obbligazioni legate alla sostenibilità (12%) dovrebbero aumentare, in quanto consentono agli emittenti di mettere in evidenza i loro impegni nei confronti della sostenibilità e le loro strategie di decarbonizzazione, il che potrebbe suscitare un crescente interesse negli emittenti *high yield*.

I *social bond* (14%) dovrebbero rimanere limitati al settore bancario o a quello delle agenzie, dato che è più difficile finanziare progetti sociali tramite investimenti in conto capitale. Ma in caso di recessione economica grave o prolungata, potrebbero registrare una ripresa.

Infine, le obbligazioni di sostenibilità (14%) dovrebbero rimanere uno strumento preferito da alcuni organismi sovranazionali o banche, ma la loro quota di mercato dovrebbe ridursi nel medio termine a causa della mancanza di chiarezza sul loro reale impatto e del numero di progetti ecologici o sociali da finanziare.

Nel complesso, quindi, la ripresa delle emissioni dovrebbe essere trainata dalle società non finanziarie, dai governi e dai gruppi sovranazionali, mentre le banche dovrebbero mantenere volumi stabili. L'Unione europea dovrebbe continuare ad essere attiva in questo senso anche il prossimo anno.

... ma non troppo !

Poiché prevediamo che il contesto economico rimarrà difficile e che la dispersione tra ritardatari e vincitori aumenterà, **riteniamo che l'analisi del rischio emittente rimarrà fondamentale e quindi privilegiamo un'attenta selezione degli emittenti.** L'attuale crisi e le questioni legate alla governance hanno rafforzato la necessità di integrare i criteri ESG nell'analisi fondamentale. La normativa sui dati sostenibili e la loro divulgazione, in particolare la direttiva relativa alla comunicazione societaria sulla sostenibilità (Corporate Sustainability Reporting Directive – CSRD), miglioreranno la trasparenza, la coerenza e la comparabilità tra le società. Data la crescita e la diversificazione in corso sul mercato delle obbligazioni sostenibili, evitare il greenwashing è una priorità. Un'analisi approfondita del progetto e della gestione dei proventi ci aiuterà a fare le scelte giuste, poiché vogliamo essere certi che le obbligazioni contribuiscano effettivamente a un futuro sostenibile.

1. La fonte di tutti i dati sulle emissioni riportati nel presente documento è l'analisi di Candriam basata su dati Bloomberg, novembre 2022



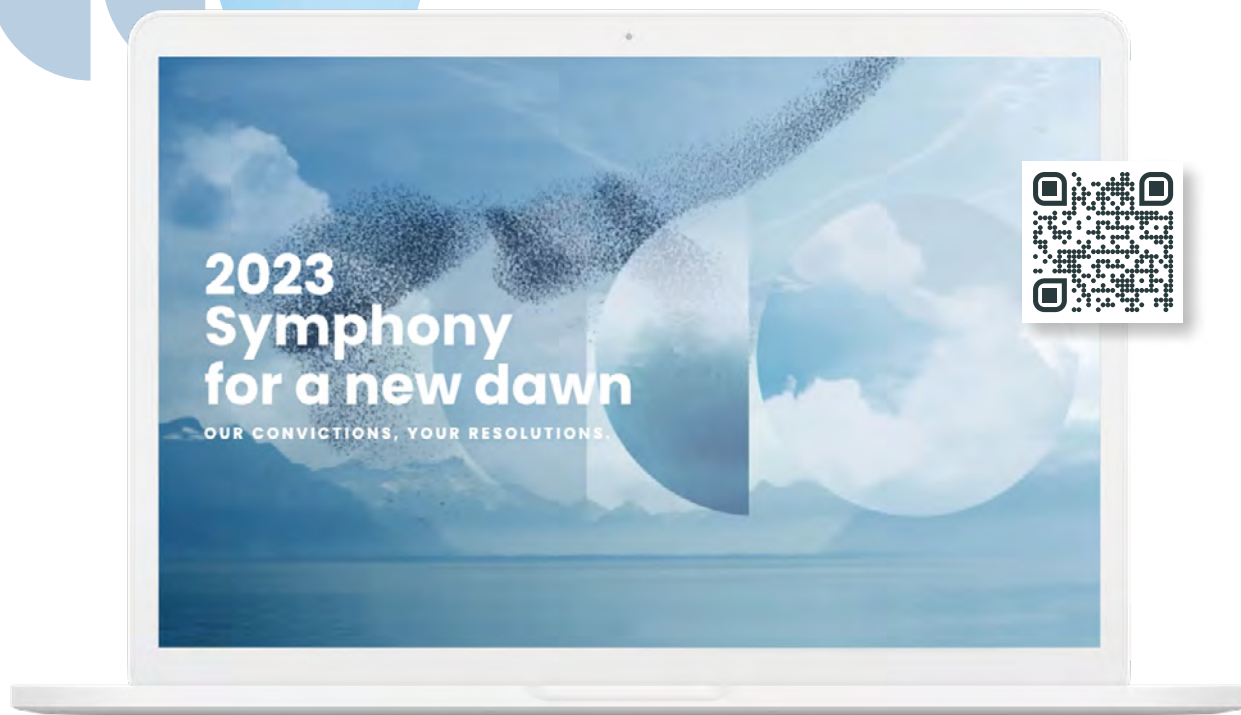
Accelerando: Il tempo ci porta verso un'economia circolare.



David Czupryna
Senior Portfolio Manager

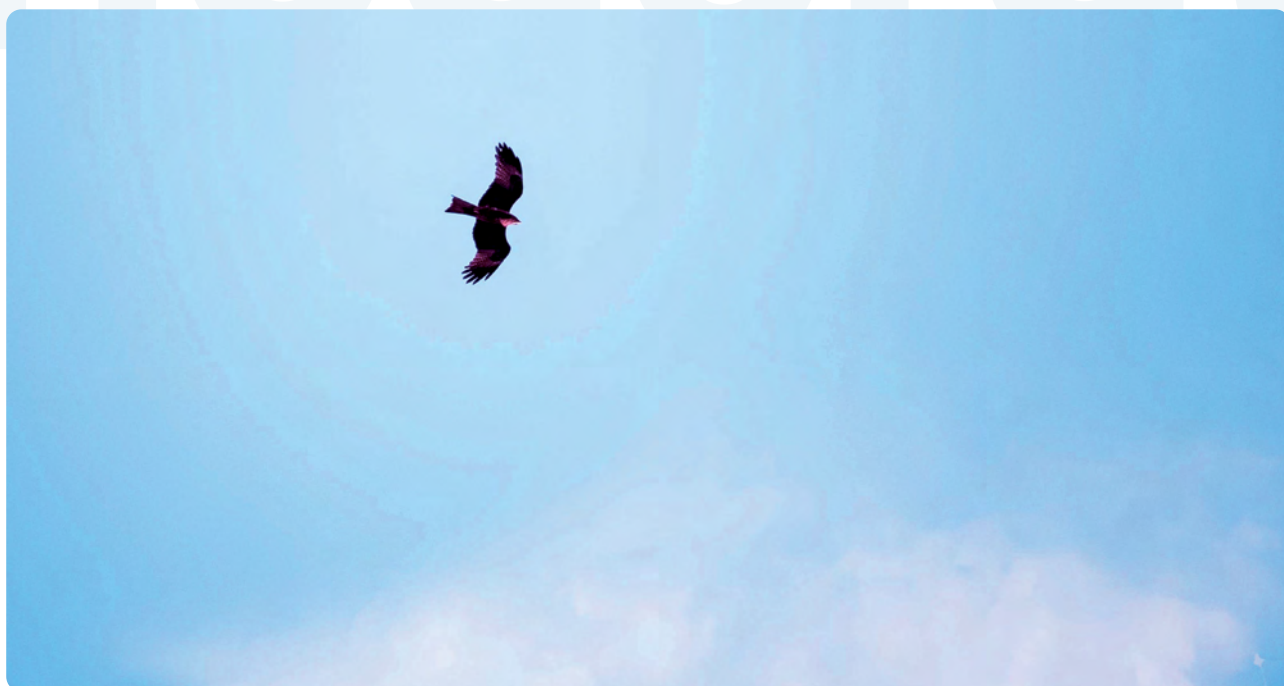


Bastien Dublanc
Senior Portfolio Manager



Il prossimo ritmo? Allegro moderato!

Gli impatti della pandemia e della guerra in Ucraina hanno spezzato la traiettoria positiva delle performance di un'allocazione diversificata, penalizzando al tempo stesso i mercati azionari e obbligazionari. Mentre i mercati dovrebbero rimanere fortemente dipendenti a breve termine dall'andamento dei dati economici (inflazione e crescita), riteniamo che gli investitori possano nuovamente appoggiarsi su rendimenti interessanti per prevedere un orizzonte d'investimento più lungo con maggiore serenità.





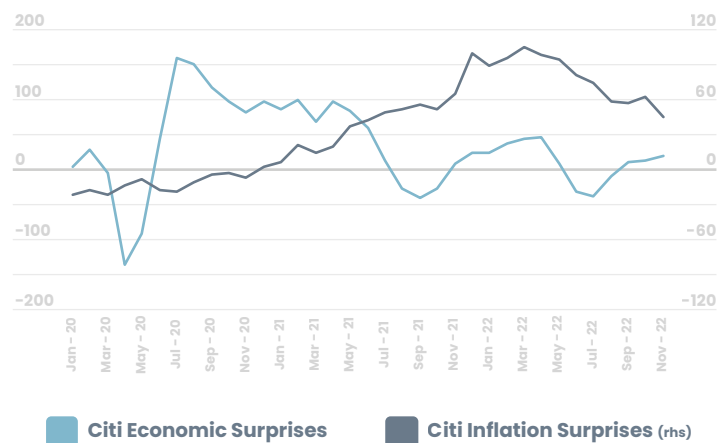
Nadège Dufossé
Global Head of
Multi-Asset

Come si delinea questo prossimo “ritmo”?

Più che il livello assoluto dei dati relativi all’inflazione o agli indicatori di crescita, il vero e proprio motore di performance e volatilità dei mercati finanziari sembra essere quello delle sorprese rispetto alle attese, che provocano un brusco adeguamento delle anticipazioni degli investitori.

La storia del 2022 è caratterizzata dalla differenza tra le previsioni di inflazione e di crescita e la pubblicazione dei dati statistici, in particolare negli Stati Uniti. Prendendo come riferimento gli indicatori di sorpresa di Citi rispetto all’inflazione e alla crescita per le principali economie (G10), si osserva infatti che nel 2022 il contesto è rimasto in gran parte sfavorevole ai mercati finanziari.

Evolution of Inflation and Economic surprises



Source: Bloomberg

La configurazione del 1° semestre, con una crescita resiliente (sorprese economiche positive) e un’inflazione che sorprende sempre di più (sorprese su un’inflazione più elevata del previsto), ha avuto come conseguenza una stretta accelerata delle condizioni finanziarie globali, con previsioni di rialzi dei tassi ben superiori al livello di inizio anno. I mercati finanziari hanno registrato un calo significativo, sia sul fronte obbligazionario (rialzo accelerato dei tassi) che su quello azionario (forte calo della valutazione, in particolare nei titoli “growth”, più sensibili ai tassi più elevati tramite l’attualizzazione dei cash flow futuri).

Il rimbalzo delle azioni osservato quest'estate ha coinciso con un calo delle sorprese sull'inflazione e delle sorprese economiche negative, lasciando sperare in un alleggerimento delle politiche monetarie... rapidamente smentito dalla Fed in occasione della riunione di Jackson Hole a fine agosto. Al tempo stesso, si è osservata una ripresa delle sorprese economiche, ridiventate positive, e una stabilizzazione delle sorprese sull'inflazione, in un contesto di nuovo ostile per i mercati finanziari e corrispondente a un nuovo minimo per le azioni. Dalla fine di ottobre, le sorprese sull'inflazione stanno calando nuovamente, mentre le sorprese economiche restano leggermente positive, favorendo il forte rimbalzo osservato sulle obbligazioni e le azioni.

Come scrivere la storia dei prossimi mesi? Secondo le nostre previsioni economiche, le sorprese sull'inflazione dovrebbero continuare a diminuire, il che costituisce un punto di ancoraggio più positivo per i mercati finanziari. **Le incertezze dovrebbero ora concentrarsi sulla crescita economica.** Per il momento, la crescita rimane comunque resiliente a livello globale, con sorprese sempre positive. Nel nostro scenario centrale, con gli Stati Uniti in una forma di "soft landing", le sorprese economiche non dovrebbero subire una riduzione significativa. L'Europa potrebbe essere più vulnerabile, soprattutto a causa della sua dipendenza energetica dal gas. Dal canto suo, la Cina dovrebbe registrare una crescita più elevata rispetto a quest'anno, con gli effetti della fine progressiva delle misure "zero Covid" sull'economia. Sorprese sull'inflazione e sulla crescita più vicine al punto di equilibrio costituirebbero un contesto nell'insieme favorevole al credito e alle azioni nel 2023, con meno incertezza economica e quindi meno volatilità.

Possiamo aspettarci un nuovo minimo dei mercati finanziari?

Nel mese di ottobre, abbiamo raggiunto livelli estremi sui mercati finanziari: *sentiment* estremamente negativo degli investitori sull'economia e sull'andamento atteso dei mercati, volatilità storicamente elevata per tutte le classi di attivi.

Cross-asset implied volatilities Percentile of cross-asset implied volatilities, 1-month moving average



Sources: Bloomberg, Candriam

Questi livelli di estremo pessimismo costituiscono in generale segnali di contrasto all'acquisto abbastanza potenti. L'anno si chiude comunque con un'anomalia: non abbiamo constatato deflussi di rilievo dalle azioni, come osserviamo di solito con un tale livello di pessimismo. Gli investitori sembrano aver mantenuto un'esposizione alle azioni più elevata di quanto lasciassero presagire le loro previsioni sull'economia e sui mercati. Diverse ragioni possono spiegare questo comportamento e, in particolare, l'assenza di alternative...

Infine, tra gli indicatori da noi analizzati manca una vera e propria capitolazione che coniughi *sentiment* e flussi.



Nell'ambito del nostro scenario economico attuale, con una decelerazione dell'inflazione e della crescita economica, ma senza grave recessione, non pensiamo di registrare un nuovo minimo nella prossima fase.

Quali elementi potrebbero causare una nuova capitolazione degli investitori nel 2023?

A nostro avviso, un potenziale nuovo minimo provocherebbe uno sbandamento rispetto alle previsioni economiche:

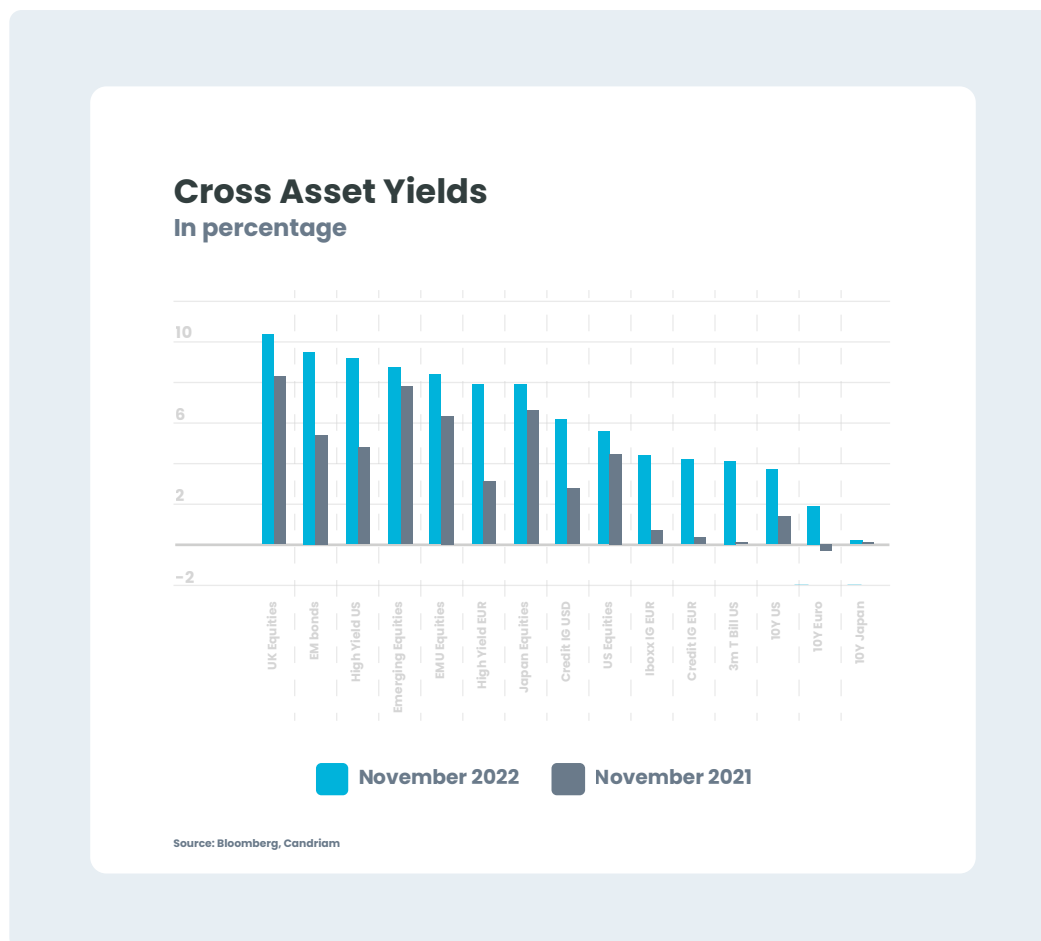
- come è accaduto nel 2022, sorprese sull'inflazione nuovamente al rialzo, con una crescita economica piuttosto resiliente che respinge l'idea di una svolta delle banche centrali;
- o un atterraggio sotto forma di "hard landing", con una recessione più forte di quanto previsto oggi dai mercati finanziari;
- o un incidente finanziario con un contagio più ampio (scenario simile a quello del 2008). Le banche centrali restano vigili e mirano a contenere non solo l'inflazione ma anche i rischi per la stabilità finanziaria.

Nell'ambito del nostro scenario economico attuale, con una decelerazione dell'inflazione e della crescita economica, ma senza grave recessione, non pensiamo di registrare un nuovo minimo nella prossima fase. Prevediamo che i mercati azionari si muovano in un intervallo piuttosto ampio: limitati al rialzo dall'azione delle banche centrali, che faranno in modo che le condizioni finanziarie non si distendano troppo rapidamente, se l'economia resiste bene, e sostenuti al ribasso da una svolta più rapida della politica monetaria, se l'economia è colpita troppo duramente.

Per quanto riguarda le obbligazioni, il carry ricostituito dall'aumento dei rendimenti nel 2022 ci sembra interessante. La decelerazione dell'inflazione dovrebbe permettere un calo della volatilità sulle obbligazioni, che permetterà di ridurre la volatilità sulle altre classi di attivi.

Quali sono le prospettive per un portafoglio diversificato a medio termine?

Ci sono ora delle alternative.



Abbiamo confrontato i rendimenti attesi a medio/lungo termine su azioni e obbligazioni governative rispetto allo scorso anno. Abbiamo assimilato in modo semplificato il rendimento obbligazionario allo "yield to maturity" e il rendimento azionario al rapporto prezzo/utili.

Da ciò emergono due osservazioni:

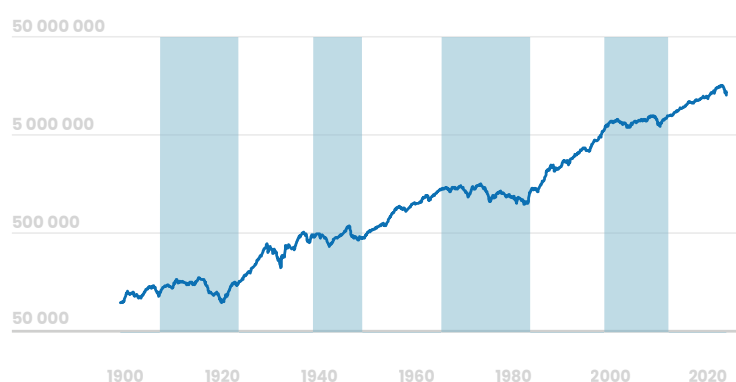
- Tutti gli attuali rendimenti sono superiori a quelli di fine 2021, a causa del rialzo dei tassi e del calo della valutazione delle azioni.
- Meno di mezzo punto separa ormai i rendimenti delle azioni e delle obbligazioni. C'è stato addirittura uno spostamento a favore delle obbligazioni negli Stati Uniti. Il premio di rischio delle azioni negli Stati Uniti è in effetti ai minimi da 15 anni.

Il rendimento atteso di un portafoglio diversificato è quindi fortemente aumentato quest'anno ed è tornato sui livelli di rendimento attesi nel 2018 e 2019, anche in termini di rendimento reale. Tale rendimento atteso si basa in maniera molto più equilibrata su azioni e obbligazioni.

Analogamente, dopo un anno di correlazione positiva tra azioni e obbligazioni (le due classi di attivi hanno registrato performance negative equivalenti), ci aspettiamo un calo di questa correlazione. Ciò significa che la parte obbligazionaria di un portafoglio diversificato potrebbe svolgere nuovamente il suo ruolo di ammortizzatore nei periodi di ribasso delle azioni o, quanto meno, non aggiungere alcuna performance negativa supplementare.

Ci stiamo muovendo verso un nuovo decennio perduto?

US 50/50 portfolio (real TR)



Sources: Bloomberg, Candriam

Past performance is not a guarantee of future returns.

Negli ultimi tre anni, il rendimento di un portafoglio diversificato è rimasto complessivamente prossimo allo zero. Se le banche centrali riescono a portare a termine quanto intrapreso quest'anno, ossia controllare l'inflazione senza provocare una grave recessione, potremo mantenere un atteggiamento globalmente costruttivo per gli anni a venire. Storicamente, i "decenni perduti" hanno coinciso con le prime due guerre mondiali, il periodo di stagflazione degli anni '70 e lo scoppio delle bolle finanziarie negli anni 2000. Salvo eventi eccezionali, pensiamo che gli investitori dovrebbero poter prolungare l'armonia che la pandemia legata al Covid e lo scoppio della guerra hanno interrotto nel 2020, con un ritmo probabilmente *Allegro moderato*.

Il [concerto del nostro outlook 2023 volge al termine](#). Speriamo che vi sia piaciuto e vi auguriamo grandi composizioni nel 2023!

CANDRIAM

A NEW YORK LIFE INVESTMENTS COMPANY

Questo materiale di marketing é fornito a scopo esclusivamente informativo, non costituisce un'offerta per l'acquisto o la vendita di strumenti finanziari, né rappresenta un consiglio di investimento o una conferma di transazione di alcun genere, eccetto laddove non sia espressamente così convenuto. Sebbene Candriam selezioni attentamente le fonti e i dati contenuti in questo documento, non si può escludere a priori la presenza di eventuali errori od omissioni. Candriam declina ogni responsabilità in relazione ad eventuali perdite dirette o indirette conseguenti sull'uso di questo documento. I diritti di proprietà intellettuale di Candriam devono essere rispettati in ogni momento e il contenuto di questo documento non può essere riprodotto senza previo consenso scritto da parte della stessa.

Candriam consiglia vivamente agli investitori di consultare, tramite il nostro sito web www.candriam.com, il documento "informazioni chiave per gli investitori", il prospetto e tutte le altre informazioni pertinenti, inclusi i NAV del fondo, prima di investire in uno dei nostri fondi. Queste informazioni sono disponibili in lingua inglese o nella lingua locale di ciascun paese in cui la commercializzazione del fondo sia approvata.

**CANDRIAM. INVESTING FOR
TOMORROW.**



www.candriam.com