

# Il secondo passo del valzer



**GENNAIO 2023**

Comunicazione di marketing





**Geoffroy Goenen**  
Head of Fundamental  
European Equity



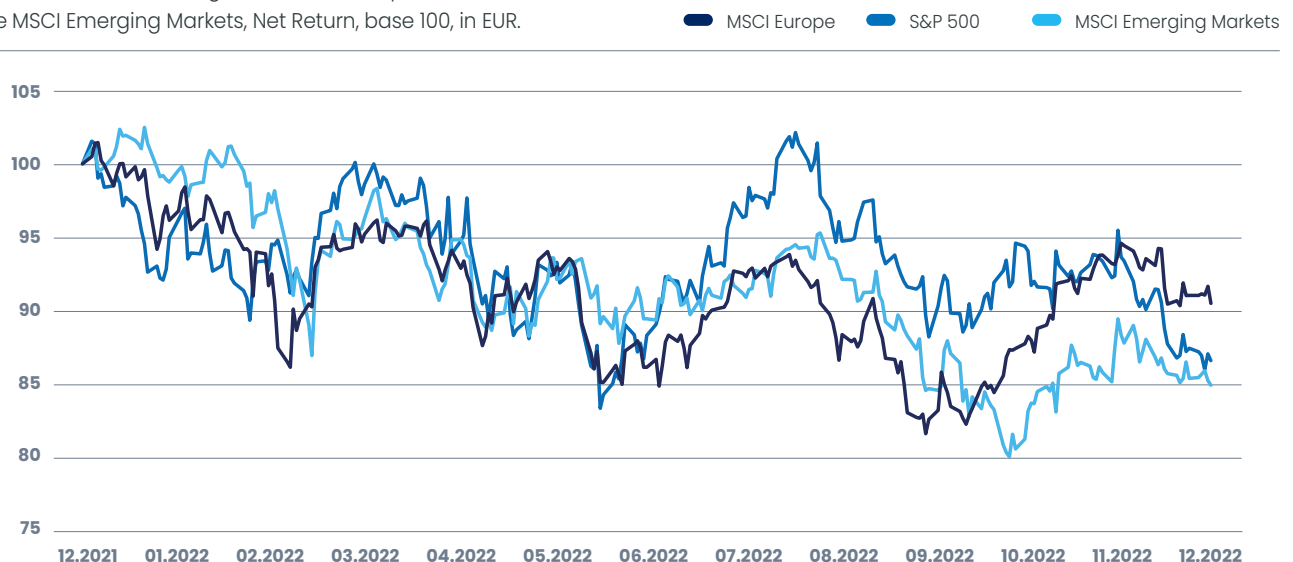
## Il secondo passo del valzer

Nonostante un rimbalzo piuttosto significativo a partire dal mese di ottobre, i mercati azionari europei, affaticati da importanti deflussi sin dall'inizio della crisi in Ucraina, registrano una correzione nel 2022 (-9,5%). Sebbene le azioni europee abbiano chiuso l'anno con una sovraperformance relativa rispetto agli Stati Uniti (-13,4%) e ai mercati emergenti (-15,1%)<sup>1</sup>, il futuro continua comunque a rappresentare una fonte di preoccupazione per gli investitori, che si interrogano oggi sull'agenda prevista per il 2023.

In questo inizio d'anno, il sentiment del mercato è tuttavia più ottimista rispetto all'autunno 2022. Anche se lo scenario continua a propendere per un rallentamento dell'economia, gli investitori sembrano già intravedere un orizzonte più radioso.

### Figura 1:

Performance 2022 degli indici MSCI Europe, S&P 500 e MSCI Emerging Markets, Net Return, base 100, in EUR.



La performance passata non garantisce risultati futuri e non è costante nel tempo.

Fonte: Bloomberg al 30/12/2022.

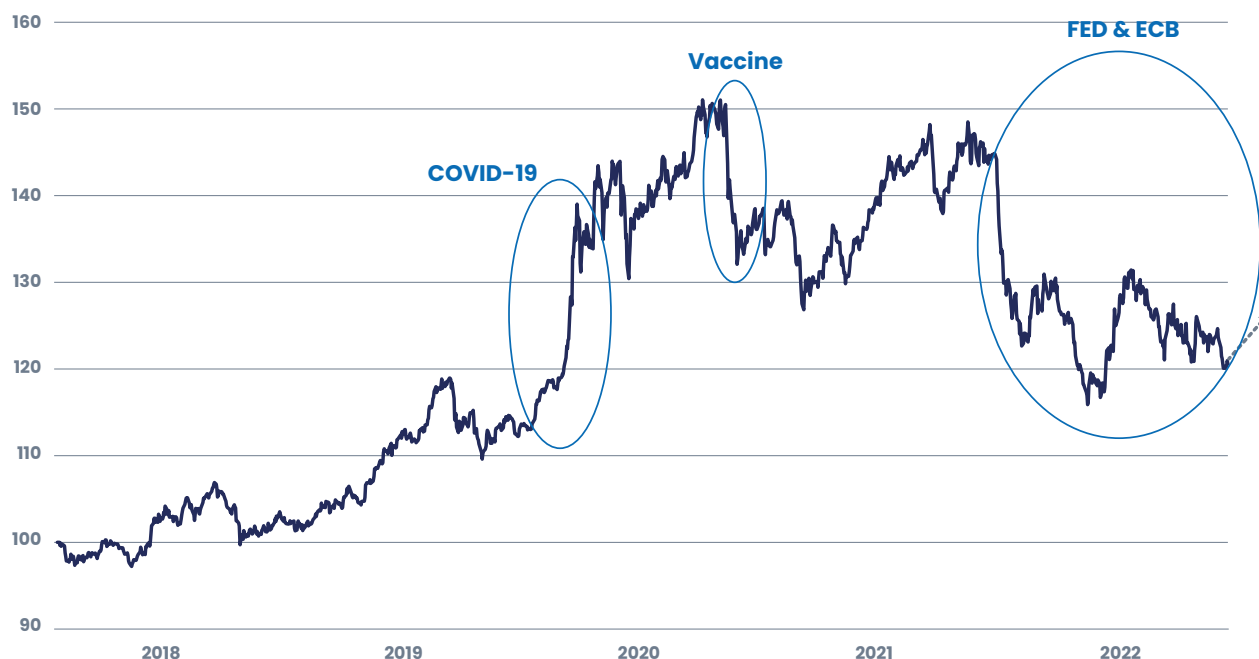
<sup>1</sup> - Performance degli indici Net Return, in EUR, al 30/12/2022, fonte Bloomberg. Azioni europee: MSCI Europe, azioni statunitensi: S&P 500, azioni dei mercati emergenti: MSCI Emerging Markets. La performance passata non garantisce risultati futuri e non è costante nel tempo.

# Bilancio del 1° passo del valzer: le banche centrali sotto i riflettori

Facendo seguito [al nostro articolo di luglio 2022](#), nel quale esprimevamo la nostra convinzione secondo cui le azioni europee si sarebbero evolute seguendo un valzer a tre tempi, possiamo oggi fare il bilancio di questo primo passo: "la fase del *Value*". Prevedevamo in questa prima fase, un rialzo dei tassi da parte delle banche centrali nonché una normalizzazione dei tassi a lungo termine in linea con le previsioni di inflazione di lungo periodo. Questo "re-rating" dei tassi a lungo termine ha influenzato negativamente le valutazioni delle società e, in primo luogo, quelle considerate Quality/Growth, a seguito dell'aggiornamento al ribasso dei free cash-flow<sup>2</sup> futuri. Le società considerate "Value" hanno quindi sovraperformato.

## Figura 2:

Performance relativa MSCI Europe GROWTH Net Return/MSCI Europe VALUE Net Return, base 100, su 5 anni.



\* traiettoria indicativa attesa da Candriam.

La performance passata non garantisce risultati futuri e non è costante nel tempo.

Fonte: Bloomberg al 02/01/2023.

2 - Il flusso di cassa disponibile (o free cash-flow) è la capacità di un'azienda a generare risorse supplementari.

- Le azioni Growth, caratterizzate da una crescita degli utili più elevata, si vendono in genere a valutazioni più elevate. L'indice MSCI® Europe Growth, concepito per rappresentare il 50% della capitalizzazione borsistica di MSCI® Europe, è definito da un'analisi fattoriale della crescita a lungo e breve termine dell'utile per azione (EPS), della crescita attuale e della crescita storica di lungo periodo dell'EPS e delle vendite.
- Le azioni Value, caratterizzate da un prezzo inferiore rispetto agli utili o agli attivi, sono definite per l'indice MSCI® Europe Value utilizzando un modello fattoriale del valore contabile rispetto al prezzo, del P/E\* a termine e del rendimento dei dividendi.

\* P/E: rapporto tra il valore in borsa di un'azienda e i suoi profitti.

### **Inflazione: decelerazione in vista?**

Riteniamo che il picco dell'inflazione sia ormai per buona parte da considerarsi come superato, quanto meno negli Stati Uniti, dove si constatano già determinati cali. L'Europa sembra seguire la medesima traiettoria. Nel prossimo anno, dovremmo quindi osservare un'accelerazione di questo calo dell'inflazione su entrambe le sponde dell'Atlantico. Sarebbe tuttavia poco prudente, senza dubbio negli Stati Uniti e in alcuni segmenti, escludere totalmente un rischio di deflazione entro il 2024.

### **Banche centrali: la fine dei rialzi ?**

Essendosi avverato il nostro scenario principale che prevedeva un significativo rialzo dei tassi da parte delle banche centrali, pensiamo ora che i tassi di base dovrebbero raggiungere un picco nel primo trimestre e rimanere a tale livello probabilmente fino alla fine dell'anno. Constatiamo inoltre come le loro diverse iniziative, in primo luogo la riduzione di bilancio ma anche il rialzo dei tassi, abbiano in effetti alimentato la decelerazione dell'economia. Negli Stati Uniti, osserviamo già, e continueremo a osservare, un significativo peggioramento del ciclo economico con, da un lato, un forte calo dell'immobiliare residenziale alimentato dall'importante aumento del costo dei mutui e, dall'altro, un grosso impatto sulle PMI che, finanziate a breve termine, saranno costrette a licenziare sotto la pressione dei livelli di finanziamento troppo elevati. In effetti, poiché sono finanziate essenzialmente con il debito e hanno maggiore bisogno di finanziamenti rispetto alle grandi aziende, queste piccole imprese dovranno tagliare i costi e, di conseguenza, il loro personale. Pertanto, dovremmo osservare un'accelerazione della disoccupazione negli Stati Uniti nel corso dei prossimi trimestri, che potrebbe determinare una recessione più marcata e persistente del previsto. Inevitabilmente, l'Europa sarà interessata a posteriori da questa importante decelerazione dell'economia statunitense.

# È giunta l'ora del 2° passo: focus sulla qualità difensiva

Considerato l'impatto non neutrale di questo 1° passo del valzer sull'economia statunitense, ma anche europea, continueremo a osservare – oltre agli attuali problemi sui margini – dei seri rischi legati ai rendimenti. Alcune aziende decelereranno naturalmente in termini di profitti, altre resisteranno e i grandi vincitori saranno coloro che riusciranno a trarre vantaggio dalle nicchie in accelerazione.

In questa 2° fase, orientarsi verso le aziende di qualità (bilancio e redditività solidi, forte creazione di valore con la generazione di free cash-flow<sup>2</sup>, stabilità dei ricavi) appare come una strategia interessante allo scopo di evitare perdite di utili legate al rallentamento economico. Prediligiamo quindi i titoli difensivi, sia che abbiano un profilo internazionale o nazionale.

In termini settoriali, i beni di prima necessità e le infrastrutture sanitarie dovrebbero, secondo noi, rispondere a queste specifiche. Una rigorosa selezione dei titoli resta tuttavia fondamentale per individuare quelli che saranno capaci di sorprendere positivamente il mercato.

Inoltre, le società caratterizzate da un elevato livello di innovazione dovrebbero poter soddisfare quest'esigenza di visibilità e di crescita strutturale incrementando il gap con i concorrenti. Un gran

numero di queste aziende è già esposto a nicchie, in particolare nei settori della transizione energetica, delle nuove tecnologie sanitarie, della digitalizzazione o dell'automazione dell'economia – settori che privilegiamo nella nostra strategia che investe in titoli innovativi.

Questo 2° passo del valzer dovrebbe essere inoltre accompagnato da un calo dei tassi a lungo termine negli Stati Uniti, in linea con la decelerazione dell'economia. In effetti, le previsioni di inflazione di lungo periodo indicano un calo nei prossimi 12-18 mesi – e l'Europa dovrebbe seguire questa tendenza.

Per finire, un altro elemento da tenere sott'occhio è la progressiva riapertura della Cina, che potrebbe avere un impatto sul prezzo delle materie prime, in particolare quello del GNL (gas naturale liquefatto), e di conseguenza sulle finanze europee. Ciò potrebbe, nel breve periodo, favorire alcuni titoli ciclici legati ai consumi e industriali fortemente esposti alla Cina. Tuttavia, ciò non elimina affatto i problemi della crisi immobiliare e dell'importante indebitamento, a cui la Cina dovrà continuare a far fronte nei prossimi anni e che avranno un inevitabile impatto sul suo potenziale di crescita.

# Pazienza per il 3° passo : la famosa "svolta" della Fed

Per tentare di determinare quando scoccherà l'ora della 3° fase del valzer, il via libera soprattutto per i ciclici e le piccole capitalizzazioni, ma anche per i mercati in generale, dobbiamo innanzitutto interrogarci sulla famosa "svolta" della Federal Reserve statunitense.

Come sottolineavamo anche nel nostro articolo citato in precedenza, constatiamo storicamente come le evoluzioni dei mercati, e in particolare i prezzi dei titoli ciclici, anticipino da 6 a 12 mesi la nuova fase di un ciclo economico. Poiché la politica della Fed ha innescato il rallentamento economico e il calo dei mercati, essa costituirà allo stesso modo l'elemento scatenante del prossimo ciclo economico rialzista.

La flessibilità nell'iniezione di liquidità e il cambio di tono da parte della Fed - la "svolta", ovvero il momento in cui la Fed cesserà di aumentare i tassi - daranno il via libera a un nuovo ciclo, il 3° passo del valzer. Questo profondo cambiamento a livello di intenzioni dipenderà, come già dichiarato dalla Fed, da due condizioni principali: da un lato, la significativa riduzione dell'inflazione core<sup>3</sup> verso il 3%, se non addirittura il 2%, e, dall'altro, la flessibilità del mercato del lavoro e quindi un bacino di manodopera che dovrà essere molto più importante. Ciò dovrebbe inevitabilmente passare da un importante aumento della disoccupazione negli Stati Uniti, pari a +1 o +2%.

Poiché tali fattori devono convergere, non prevediamo la "svolta" della Fed prima della 2ª parte del 2023 o addirittura la fine dell'anno. Nell'attesa, la prima importante sfida di quest'anno sarà quella di continuare ad accettare alcune variazioni contrarie nel breve periodo, dato che la volatilità, alimentata dai vari timori degli investitori, dovrebbe mantenersi a livelli elevati. La seconda sarà di trovare dei punti di inflessione che ci consentano di posizionarci sul lungo periodo a livelli interessanti.

3 - L'inflazione core o sottostante è la variazione dei costi di beni e servizi, esclusi beni alimentari ed energia.

# Rischi.

Non vi sono garanzie riguardo al capitale investito e alle performance e vi è un rischio di perdita del capitale. I principali rischi della strategia sono i seguenti:

- **Rischio di perdita di capitale**
- **Rischio legato all'investimento ESG**
- **Rischio legato alle azioni**
- **Rischio di cambio**
- **Rischio di liquidità**
- **Rischio di concentrazione**
- **Rischio legato agli strumenti finanziari derivati**
- **Rischio di controparte**
- **Rischio legato a fattori esterni**



**143 Mld di €**

di attivi in gestione  
al 30 giugno 2022



**600**

esperti al  
vostro servizio



**25 anni**

Aprendo la strada  
agli investimenti

**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.

**Attenzione:** i rendimenti passati di uno strumento finanziario o indice, o di un servizio o strategia di investimento, o le simulazioni di risultati passati, e le previsioni di rendimenti futuri non sono indicativi di rendimenti futuri. Le performance lorde possono subire l'impatto di commissioni, competenze ed altri oneri. I risultati espressi in una divisa diversa da quella del Paese di residenza dell'investitore sono soggetti alle fluttuazioni dei tassi di cambio, con un impatto negativo o positivo sui rendimenti. Nel caso in cui il presente documento si riferisse ad un trattamento fiscale specifico, tali informazioni dipenderebbero dalla singola situazione di ciascun investitore e potrebbero subire variazioni.

Candriam consiglia vivamente agli investitori di consultare, tramite il nostro sito web [www.candriam.com](http://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. I diritti degli investitori e la procedura di reclamo sono accessibili sulle pagine web regolamentari di Candriam <https://www.candriam.com/en/professional/legal-and-disclaimer-candriam/regulatory-information/>. Queste informazioni sono disponibili in lingua inglese o nella lingua locale di ciascun paese in cui la commercializzazione del fondo sia approvata. In base alle leggi e ai regolamenti applicabili, Candriam può decidere di interrompere le attività di commercializzazione di un fondo in qualsiasi momento.



**CANDRIAM. INVESTING FOR TOMORROW.**  
**WWW.CANDRIAM.COM**

**CANDRIAM**   
A NEW YORK LIFE INVESTMENTS COMPANY