

## Outlook secondo semestre 2022: niente è come prima

*Prospettive di lungo termine sui mercati e le economie*

Di seguito, le previsioni per il secondo semestre 2022 e sulle principali asset class a cura di **Matteo Astolfi, Managing Director**, di **Martyn Hole, Investment Director** di **Capital Group** e **Flavio Carpenzano, Investment Director** per il reddito fisso di **Capital Group**.

### Niente è come prima

**Matteo Astolfi, Managing Director di Capital Group** Il mondo è cambiato. Stiamo vivendo un momento storico cruciale, caratterizzato da un riallineamento geopolitico, da un'inflazione elevata, da mercati finanziari volatili e dalla fine di un periodo di 40 anni di tassi di interesse in calo. Il titolo di questa nuova era potrebbe essere *Brave New World* o *Ritorno al futuro*. Ma il titolo che sceglierei è *Revenge of the Boomers*, perché molti di questi eventi ricordano il passato, e in particolare i primi anni Sessanta. È stato allora che abbiamo visto i tassi d'interesse toccare il fondo dopo decenni di declino, nonché l'ascesa dell'era della Guerra Fredda, che purtroppo sta tornando in auge sotto certi aspetti. Nonostante queste sfide, rimaniamo ottimisti sul contesto d'investimento per diversi motivi. In primo luogo, ci sono ancora segnali di crescita grazie alla ripresa dell'economia globale dopo la pandemia. In secondo luogo, riteniamo che gli utili societari saranno la forza trainante dei mercati azionari in futuro, al contrario dell'espansione dei multipli - un gradito ritorno ai fondamentali. In terzo luogo, crediamo che nel prossimo anno o due si verificherà una sana recessione. Nonostante tutte le preoccupazioni al riguardo, riteniamo che una moderata recessione sia necessaria per ripulire gli eccessi dell'ultimo decennio. Non si può avere un periodo di crescita così sostenuto senza un'occasionale flessione per bilanciare le cose. È normale. È previsto. È salutare. Cosa significa questo per gli investitori? Mantenere un portafoglio equilibrato e "per tutte le stagioni" ha senso in qualsiasi contesto, ma in particolare in questo. All'inizio dell'anno abbiamo ricordato agli investitori di tenere d'occhio le valutazioni e di prepararsi a una correzione del mercato. Il mondo è cambiato, ma il cambiamento crea opportunità.

### Prospettive macroeconomiche - Flavio Carpenzano, Investment Director di Capital Group

#### L'ultima fase del ciclo: il momento giusto per l'investimento "all weather"

Alcune tendenze molto marcate hanno riportato le principali economie mondiali al punto in cui si trovavano appena prima della pandemia: la fase finale del ciclo. In Europa, il rafforzamento della ripresa è stato soffocato dalla guerra in Ucraina. Pur riducendo la crescita, la guerra sta alimentando l'inflazione. In Cina una recrudescenza del COVID, con l'introduzione di nuove politiche di lockdown, sta erodendo la crescita dell'economia. Negli Stati Uniti la contrazione del mercato del lavoro sta alimentando le pressioni sui salari, l'inflazione è in aumento e la Federal Reserve sta inasprendo la sua politica. E con le possibili interruzioni nelle filiere e i rincari dei costi, la crescita dei profitti delle aziende è in calo. Di fatto, nel primo trimestre, l'economia statunitense si è contratta dell'1,5%. Ci stiamo avviando verso una recessione? Secondo noi i rischi stanno chiaramente aumentando. Ma molto dipenderà dai mercati del lavoro e dalla decisione della Fed di ridurre aggressivamente le pressioni inflazionistiche. La fase finale del ciclo non predice necessariamente una recessione, ma ci conferma la scarsa capacità dell'economia di recuperare terreno dopo uno shock. La situazione si evolve rapidamente e sono emersi ostacoli significativi. Riteniamo sia il momento giusto per orientarsi verso portafogli adatti a qualsiasi condizione, costruiti per sopportare un'ampia gamma di rischi

## **La battaglia delle banche centrali contro l'inflazione farà aumentare la volatilità**

Il netto aumento dell'inflazione ha indotto le principali banche centrali ad alzare i tassi di interesse. Ma di quanto? Il rincaro dei prezzi al consumo forzerà le banche centrali a inasprire la politica monetaria oltre le attuali aspettative? O dovranno invece fare un passo indietro quando l'aumento dei tassi inizierà a penalizzare l'economia? In passato, le banche centrali sono intervenute per aiutare ad alleviare lo stress sui mercati finanziari. Ma ora che l'inflazione è giunta al picco massimo degli ultimi 40 anni, i funzionari della Fed potrebbero non disporre più di questa flessibilità. Anche in Europa, dove le prospettive di crescita sono più incerte rispetto agli USA, la Banca Centrale Europea appare molto più preoccupata per i rischi di rialzo dell'inflazione che per i rischi di ribasso della crescita. Per questo motivo continuerà a inasprire la sua politica nel 2022 e all'inizio del 2023, a meno che non si registri un grave shock di crescita e/o un calo più rapido dell'inflazione. Stiamo assistendo a una deviazione significativa rispetto al normale approccio a cui la Fed ci ha abituati negli ultimi cicli. E il motivo è chiaro: l'inflazione è decisamente troppo elevata. Gli investitori dovrebbero prepararsi a qualche turbolenza, ora che la Fed e le altre banche centrali cercano di capire come ridurre l'inflazione senza spingere in recessione l'economia globale. Ma riuscire nell'intento potrebbe non essere possibile. Negli ultimi tre periodi in cui la Fed ha provveduto ad alzare i tassi, tra il primo rialzo e l'inizio della recessione sono trascorsi in media 38 mesi.

## **L'economia europea cresce nonostante gli ostacoli**

L'economia europea sta evidenziando un'ottima tenuta nonostante gli investitori temano una recessione indotta dal continuo protrarsi della guerra tra Russia e Ucraina. Se da un lato il settore manifatturiero europeo è stato danneggiato dalla guerra e dal timore che la Russia possa tagliare le forniture di gas naturale, il settore dei servizi è andato molto meglio, trainato principalmente dalla domanda accumulata. L'economia europea è ancora trainata da un livello di momentum ragionevole. Questo riflette il trend della riapertura a cui abbiamo assistito all'inizio dell'anno, quando i governi hanno cominciato ad allentare le restrizioni legate alla pandemia. Il settore dei servizi – che comprende finanza, retail e turismo, tra gli altri – è responsabile per gran parte dell'occupazione e dell'output economico dell'Eurozona. Se la tendenza attuale persistesse, l'Europa potrebbe continuare a crescere anche in un contesto di debolezza del settore manifatturiero. Nel corso dell'anno la crescita del prodotto interno lordo (PIL) dell'Eurozona rientrerà in un intervallo compreso tra il 2,5% e il 3%, registrando dunque una solida espansione rispetto al suo tasso medio di crescita, che nell'ultimo decennio si è attestato sull'1%. In ragione della solida crescita economica, affiancata all'inflazione elevata, la Banca Centrale Europea ha confermato l'intenzione di alzare i tassi di interesse a luglio. Attualmente, il tasso di riferimento principale della BCE è a quota -0,50%. Solo due rialzi di 25 punti base metterebbero effettivamente fine all'era dei tassi di interesse negativi in Europa. E sarebbe un traguardo importante.

## **Prospettive per l'azionario - Martyn Hole, Investment Director di Capital Group**

### **I mercati azionari hanno affrontato con successo i precedenti rialzi dei tassi**

I tassi sono in aumento, ma la storia ci insegna che anche i rendimenti potrebbero tendere al rialzo. Negli otto periodi di rialzi dei tassi dal 1977, l'indice MSCI ACWI ha realizzato un rendimento annualizzato medio del 12,1%. Ma data la volatilità elevata e le implicazioni imprevedibili del ciclo dei tassi, sarebbe utile per gli investitori orientarsi verso un portafoglio adatto a qualsiasi condizione. Le società con valutazioni interessanti che hanno dimostrato la capacità di prosperare indipendentemente dal contesto economico potrebbero essere ora fondamentali. Generalmente non facciamo molta attenzione ai fattori macro, a meno che non ci troviamo a un punto d'inversione in cui contano davvero, come in questo momento. In un mondo in cui la crescita risulta scarsa, preferiamo le aziende che hanno un track record consolidato nell'essere artefici della loro stessa crescita – aziende con un rendimento del capitale elevato, costi di input delle materie prime ridotti e un forte potere di determinazione dei prezzi. Nel mercato di oggi le aziende produttrici di bevande presentano caratteristiche sia difensive che d'attacco. Keurig Dr Pepper, ad esempio, ha un modello di business "razor and blade" (prodotto di partenza a basso costo, vendita di prodotti correlati in seguito) per la distribuzione di cialde per caffè monodose, oltre a un segmento dedicato ai soft drink in crescita. Altre aziende che in passato hanno evidenziato attributi adatti a qualsiasi condizione sono ad esempio Microsoft, Nestlé e l'assicuratore Marsh & McLennan.

### **L'aumento dei dividendi può contrastare l'inflazione**

Quando la volatilità di mercato sale, anche la noia è benvenuta. Questo è il motivo per cui molti titoli che versano dividendi sono oggi opportunità di investimento interessanti, pur nella loro affidabile monotonia. Nei 12 mesi conclusi il 31 maggio 2022, le aziende globali hanno versato USD1.900 miliardi, in base all'indice MSCI ACWI (All Country World), con un incremento del 20% rispetto ai 12 mesi precedenti. In questo contesto inflazionistico e a crescita ridotta, intendiamo puntare alle aziende con livelli di debito gestibili e dividendi sostenibili. Ci sono molte aziende, in diversi settori, che stanno incrementando i dividendi del 10% l'anno. Quando l'inflazione sale, le società con dividendi in crescita stabile possono aiutare a migliorare la performance di investimento. Cerchiamo di valutare quello che le aziende fanno effettivamente con i loro dividendi, piuttosto che basarci solo su ciò che dichiarano. L'impegno per far crescere i dividendi è un segnale critico della fiducia del management nel potenziale di crescita futura degli utili della rispettiva azienda. Abbiamo individuato aziende che versano dividendi in crescita nei settori finanziario, dell'energia, dei materiali e in quello sanitario, tra gli altri.

### **Sale la domanda di materie prime e le società minerarie appaiono sottovalutate**

Non si può costruire la new economy senza le società tradizionali. Facciamo un esempio: il settore minerario, un angolo del mercato azionario per lungo tempo trascurato, ha improvvisamente riguadagnato attrattiva. I prezzi delle materie prime sono saliti alle stelle e i produttori di materiali di base come minerale di ferro, rame e nickel sono tornati sotto i riflettori in considerazione del ruolo critico che svolgono nell'economia globale. Gli investitori iniziano a orientarsi verso le aziende che producono beni materiali. Ad esempio, nickel e rame sono fondamentali per la produzione dei veicoli elettrici. Sappiamo tutti quanto rapidamente stanno crescendo i VE, ma penso che in molti sottovalutino quanto sono ancora necessari nickel e rame per costruirli. I prezzi di alcune materie prime potrebbero rimanere elevati per anni, a causa degli investimenti scarsi in nuovi progetti minerari e del tempo necessario per avviarli. Si tratta di una dinamica che il mercato non riflette adeguatamente. Se consideriamo la capitalizzazione di mercato delle prime cinque società minerarie mondiali, nel complesso è di poco superiore al valore di Meta Platform, casa madre di Facebook. Un altro buon esempio è il minerale di ferro, componente chiave dell'acciaio. Non ci preoccupa la possibilità che la Silicon Valley possa danneggiare l'industria del minerale di ferro. Esiste sin dall'età del ferro. È un business ben consolidato.

### **Il settore sanitario USA, con pipeline di farmaci promettenti, presenta valutazioni interessanti**

Durante le prime fasi del COVID, tutti gli occhi erano puntati sul settore sanitario e i produttori di farmaci hanno avuto un grande successo producendo vaccini e terapie in tempi record. Ciononostante, molti osservatori potrebbero aver trascurato il fatto che le società del settore sanitario presentano valutazioni interessanti rispetto al mercato azionario in generale e alla loro media storica. Alcuni leader di mercato sono particolarmente interessanti, considerando le prospettive di crescita delle loro pipeline. A livello globale, i produttori di farmaci e dispositivi medici e i fornitori di servizi stanno trasformando la sanità e migliorando gli esiti per i pazienti. Le potenzialità della medicina personalizzata sono oramai evidenti. La scoperta di nuovi farmaci sta attraversando un'epoca d'oro che non sarebbe possibile senza una combinazione di sequenziamento genetico efficiente, potere computazionale per analizzare enormi insiemi di dati e strumenti biochimici ad alta precisione. Un recente passo avanti riguarda i farmaci anticorpo coniugati (ADC) che inducono il sistema immunitario a distruggere le cellule cancerogene senza intaccare le cellule sane. Il mercato globale per tali farmaci dovrebbe passare da USD3,18 miliardi nel 2020 a USD20,01 miliardi nel 2028. Ad esempio, i pionieri dell'oncologia Bristol Myers Squibb, Merck e Roche stanno sviluppando ADC volti a combattere diversi tumori. Ovviamente non tutti gli ADC saranno un successo, pertanto la chiave per gli investitori selettivi sarà valutare le opportunità scientifiche unitamente a quelle di business.

### **I titoli tecnologici perdono terreno ma la crescita del cloud persiste**

Nella prima metà del 2022, i titoli tecnologici hanno evidenziato una battuta d'arresto che ha indotto alcuni investitori a chiedersi se la rivoluzione digitale non abbia ormai fatto il suo corso. L'aumento di tassi di interesse e inflazione ha sicuramente oscurato le prospettive per gli utili a lungo termine per molte di queste aziende. Per quelle che oggi generano utili limitati rispetto al loro valore di mercato, una contrazione era piuttosto ovvia. A nostro avviso, tuttavia, non mancano produttori di software caratterizzati da una buona gestione in segmenti in rapida crescita con prospettive favorevoli. Il settore dei servizi cloud, ad esempio, si sta espandendo rapidamente da quando le imprese stanno trasferendo sul cloud le tradizionali funzioni IT aziendali. Quando Amazon Web Services è stato introdotto alcuni anni fa, si trattava di un segmento di business decisamente nuovo, oggi non è più una novità ma siamo ancora nelle fasi iniziali di questa transizione. Microsoft non è stata la prima ad aprire questo mercato,

ma sta crescendo più rapidamente di AWS e Google Cloud grazie ai solidi rapporti aziendali pregressi. Ad aprile 2022, la divisione servizi cloud di Microsoft ha messo a segno una crescita trimestrale del 32% rispetto all'anno precedente, un risultato che le consentirà di raggiungere quasi USD100 miliardi di ricavi annuali. Non è scontato che tutte le aziende cloud realizzeranno una crescita dei profitti tale da giustificare valutazioni elevate. Per questo è essenziale investire in maniera selettiva tramite la ricerca fondamentale.

## **Prospettive per l'obbligazionario - Flavio Carpenzano, Investment Director di Capital Group**

### **L'obbligazionario torna a produrre reddito**

Il contesto di tassi di interesse estremamente ridotti dell'era pandemica ha lasciato il passo a una realtà destabilizzante: i mercati non reagiscono bene ai rialzi dei tassi. Significative perdite a breve termine, tuttavia, potrebbero gettare le basi per un reddito più elevato. I rendimenti sulle obbligazioni sono aumentati nettamente rispetto ai minimi registrati negli ultimi anni. I rendimenti, che aumentano al calare dei prezzi delle obbligazioni, sono saliti nei vari settori del reddito fisso in concomitanza con il tentativo delle banche centrali di ridimensionare l'inflazione. Nel tempo, l'aumento dei rendimenti incrementa il reddito dalle obbligazioni. Considerando i rendimenti odierni, la storia ci induce a prevedere un aumento del rendimento totale nei prossimi anni. Il rendimento totale di un'obbligazione dipende dalle variazioni di prezzo e dall'interesse versato – e gli interessi stanno aumentando. Gli investitori potrebbero beneficiare del possesso di obbligazioni nelle diverse asset class del reddito fisso, compreso l'high yield. Storicamente, la performance media annua del mercato high yield USA è compresa tra il 6 e l'8%. Siamo di nuovo a un livello di rendimenti iniziali in cui è possibile raggiungere questa performance, in un orizzonte di investimento pluriennale. E sarebbe la prima volta dopo molto tempo. Ma la strada sarà probabilmente molto accidentata. Ci sono inoltre opportunità nel debito dei mercati emergenti, un segmento del mercato obbligazionario che è stato particolarmente volatile. Diversi Paesi hanno alzato i tassi prima della Fed e sono ora in una situazione finanziaria positiva. Date le sfumature dell'investimento nei mercati emergenti, un approccio attivo può aiutare a indirizzare gli investitori verso idee di investimento selezionate.

### **Un outlook più costruttivo per le obbligazioni corporate, ma serve ancora prudenza**

Le obbligazioni corporate investment grade hanno avuto un inizio d'anno difficile, con un rendimento pari al -12,3% dall'inizio dell'anno. Poiché l'inflazione è schizzata ai livelli più elevati registrati negli ultimi decenni nei mercati sviluppati, le principali banche centrali hanno adottato un approccio sempre più aggressivo per cercare di controllarla, eliminando gradualmente le misure di stimolo e alzando i tassi di interesse. Questo ha innescato un'ondata di vendite nelle obbligazioni sensibili ai tassi di interesse, come le obbligazioni corporate investment grade. Anche il conflitto tra Russia e Ucraina ha contribuito a un contesto macroeconomico generale molto volatile. In conseguenza della drastica rivalutazione, comunque, esiste ora un punto di ingresso molto più interessante per chi investe in obbligazioni corporate investment grade. I rendimenti hanno raggiunto livelli che non si vedevano da oltre 10 anni anche se sono stati per la maggior parte trainati dall'aumento dei tassi di interesse più che dagli spread, che rappresentano il rischio creditizio percepito di un'obbligazione. Con questi rendimenti più elevati, gli investitori hanno ora la possibilità di guadagnare più reddito dalle obbligazioni. Il reddito più elevato può altresì tutelare i rendimenti totali nel tempo, anche se i prezzi rimangono volatili. Inoltre, le aziende in linea generale rimangono in forma, sotto il profilo dei fondamentali: continuano a evidenziare ricavi e margini di utile positivi nonostante un contesto di inflazione elevata e un quadro di crescita in rallentamento. L'attuale contesto macroeconomico, tuttavia, è ancora fortemente volatile e giustifica, dunque, un approccio generale prudente e leggermente difensivo. Una selezione attenta a livello di società e settori rimane fondamentale.

### **Il repricing del debito dei ME offre un buon punto di ingresso?**

Il debito dei mercati emergenti è in una posizione relativamente solida per affrontare le prossime sfide. Oltre all'incertezza legata al conflitto tra Russia e Ucraina, i ME si trovano a gestire un'inflazione globale superiore e un ciclo di rialzi della Fed più aggressivo. I ME dovrebbero riuscire a gestire meglio queste difficoltà rispetto al passato, grazie a fondamentali in gran parte solidi, fattori tecnici di supporto e valutazioni interessanti. Diverse banche centrali dei ME, soprattutto in America latina, hanno alzato di parecchio i tassi di interesse per contrastare l'inflazione crescente. I rendimenti reali e nominali sembrano offrire un'equa remunerazione per l'inflazione elevata, che a un certo momento dell'anno potrebbe raggiungere il picco massimo. Su base relativa, i differenziali dei tassi di interesse nominali e reali dei ME rispetto ai mercati sviluppati sono ora alla media storica, mentre i nostri quadri di riferimento

mostrano che le valute dei ME sono prossime a livelli eccezionalmente bassi. Poiché le valutazioni hanno registrato una netta correzione al ribasso e i rendimenti sono saliti, l'asset class sembra scontare quantomeno in parte eventuali esiti negativi. Come indicato nel grafico, storicamente la performance su 2 anni risulta positiva quando i rendimenti raggiungono o superano il 6,7%. L'attuale livello di rendimento basato su un mix 50/50 di indici dei titoli di Stato dei ME in valuta locale e forte si attesta al 7% circa. Rendimenti di partenza più elevati possono aiutare a controbilanciare la volatilità successiva dei prezzi.

#### **Contatti Capital Group:**

##### **Verini & Associati**

Micol Caffetto, [mcaffetto@verinieassociati.com](mailto:mcaffetto@verinieassociati.com)

Giorgia Crespi, [gcrespi@verinieassociati.com](mailto:gcrespi@verinieassociati.com)

Federica Calvia – [fcalvia@verinieassociati.com](mailto:fcalvia@verinieassociati.com)

#### **Capital Group**

Capital Group è una delle società di gestione più antiche e più grandi del mondo, attiva nella gestione di strategie di investimento multi-asset, investimento azionario e a reddito fisso per diverse tipologie di investitori. Dal 1931 si impegna a offrire agli investitori di lungo periodo risultati regolari ed eccellenti per mezzo di portafogli ad elevata convinzione, servizi rigorosi di ricerca e responsabilità individuale. Attualmente Capital Group lavora con intermediari e istituzioni finanziarie e gestisce un patrimonio superiore a 2.700 miliardi di dollari (dati al 31 dicembre 2021) in asset a lungo termine per investitori di tutto il mondo. Capital Group ha una rete di ricerca globale integrata di più di 400 professionisti dell'investimento e i suoi gestori di portafoglio hanno una media di 26 anni di esperienza negli investimenti.

Capital Group gestisce le attività azionarie attraverso tre gruppi d'investimento. Questi gruppi prendono decisioni d'investimento e di voto per delega in modo indipendente. I professionisti degli investimenti a reddito fisso forniscono la ricerca sul reddito fisso e la gestione degli investimenti in tutta l'organizzazione di Capital Group; tuttavia, per i titoli con caratteristiche azionarie, essi agiscono esclusivamente per conto di uno dei tre gruppi d'investimento azionari.