
Occhi puntati sui titoli difensivi di qualità

European equities | Febbraio 2024



Paul Doyle

Responsabile azionario large cap Europa

- **I mercati azionari hanno guadagnato quota, l'inflazione sta scendendo, i tassi d'interesse stanno per toccare il picco e i tagli dei tassi del 2024 sono già inglobati nei prezzi**
- **Una recessione negli Stati Uniti rimane probabile, mentre le prospettive per l'Europa sono migliori**
- **Una volta che i tassi d'interesse verranno ridotti comincerà un nuovo ciclo di mercato, anche se l'inflazione e i tassi rimarranno più alti rispetto all'ultimo decennio**

I mercati azionari hanno esibito solidità di recente, con un calo del premio al rischio azionario. Il consenso prevede più di 150 punti base (pb) di tagli dei tassi d'interesse statunitensi nel 2024, più di quanto segnalato dalla Federal Reserve (Fed). Lo spread del credito high yield statunitense, il miglior indicatore della propensione al rischio, si è ridotto da 600 a 350 pb nel 2023.¹ La politica monetaria agisce con ritardo: l'effetto della politica restrittiva non è stato ancora avvertito appieno.

L'inflazione negli Stati Uniti sta diminuendo: la Fed prevede un'inflazione di fondo del 3,2% a fine 2024 e del 2,4% a fine 2025.² Così come ci vuole molto tempo perché gli aumenti facciano sentire il loro impatto, lo stesso accadrà per i tagli. La Fed prevede una politica restrittiva anche nel 2025.

L'andamento della spesa in conto capitale e dell'occupazione decideranno se gli Stati Uniti registreranno una lieve recessione. Le indagini delle banche regionali indicano qualche crepa

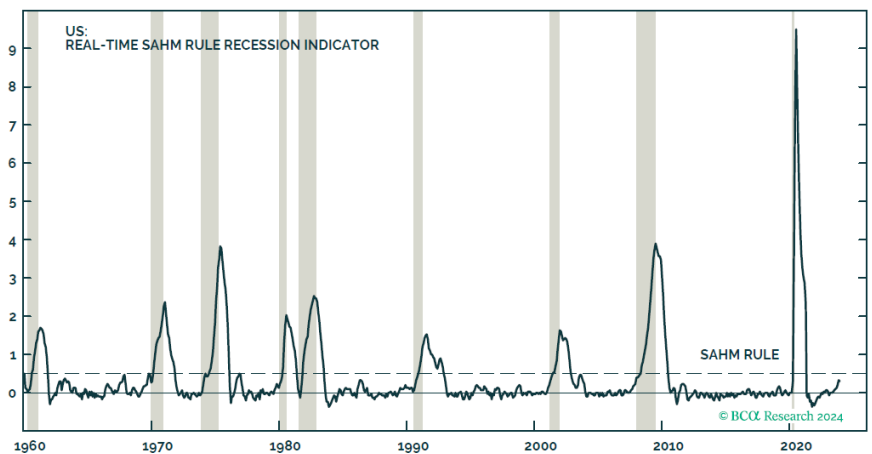
¹ Datastream, gennaio 2024

² Federal Reserve statunitense, gennaio 2024

nella spesa in conto capitale e siamo vicini al punto di attivazione della regola di Sahn (Figura 1), l'indicatore della Fed che indica l'inizio di una recessione.³

Il sentiment, tuttavia, è rialzista: il mercato statunitense scambia a più di 20 volte gli utili prospettici, e ipotizzando una crescita dell'11% nel 2024,⁴ il mercato sconta un atterraggio morbido. Ogni eventuale delusione provocherà una reazione. Tagliando i tassi troppo presto, la Fed potrebbe rinfocolare l'inflazione, rendendo necessari nuovi rialzi dei tassi. La crescita salariale è vicina al 5%: gli utili sono sopra il livello tendenziale e l'Institutional Brokers' Estimate System (IBES) suggerisce una crescita a doppia cifra nel 2024 e 2025.⁵

Figura 1: La disoccupazione sta per far scattare la regola di Sahn



Fonte: Federal Reserve Bank di St Louis. Le aree ombreggiate indicano le recessioni registrate dal NBER.

Il rischio per il mercato è il doppio effetto di una revisione al ribasso degli utili e di una flessione che fa seguito a una performance vigorosa. Nel 2023 gli utili sono stati rivisti al ribasso ma il mercato è salito anticipando una ripresa. I margini restano elevati. L'indice dei prezzi alla produzione (PPI) è negativo, per cui gli utili nominali dovrebbero diminuire. L'economia statunitense è stata tenuta a galla dai consumatori, anche se l'eccesso di risparmio accumulato durante la pandemia si è assottigliato a un quarto del suo livello massimo.

Gli effetti ritardati della politica monetaria sono stati prolungati da questi risparmi pandemici, sia per i consumatori che per le imprese. Le decisioni prese in preda al panico durante la pandemia hanno permesso ai proprietari di case di rifinanziarsi a basso costo. La Primary Market Corporate Credit Facility ha consentito alle aziende di allungare le scadenze del debito e di ridurre la spesa per interessi, attenuando l'effetto dei rialzi dei tassi e alleviando il dolore di un'eventuale recessione. A differenza del 2008, gli squilibri nel settore privato sono pochi.

I piani di sostegno dell'era Covid hanno semplicemente ritardato, non evitato, l'effetto dei cambiamenti della politica monetaria. Il credito al consumo si sta indebolendo, i nuovi prestiti

³ L'indicatore di recessione Sahn: una recessione inizia quando la media mobile a tre mesi del tasso di disoccupazione aumenta di almeno 0,50 punti percentuali rispetto al suo minimo nei 12 mesi precedenti

⁴ Datastream, gennaio 2024

⁵ IBES, gennaio 2024

mostrano dinamiche peggiori di quelli vecchi, le morosità sui prestiti auto stanno peggiorando e lo stesso dicasi per il debito delle carte di credito.

Europa

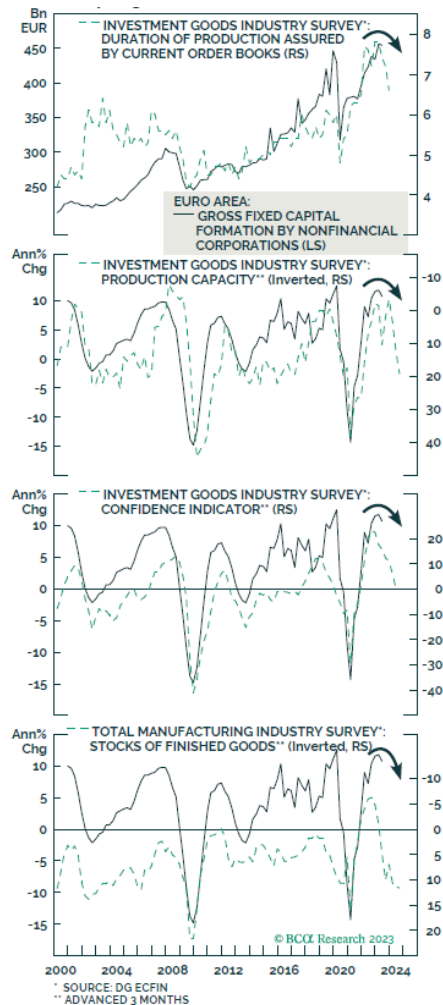
In Europa, il miglioramento dell'attività industriale – punto d'inversione delle scorte e ripresa dei salari reali – potrebbe non durare. La debolezza del credito, il calo della spesa in conto capitale e l'impulso fiscale negativo porteranno a un 2024 più debole. Tuttavia, il PMI manifatturiero tedesco ha registrato una ripresa grazie alla risalita delle scorte. Anche i rapporti tra nuovi ordini e scorte a livello globale e in Svezia sono in crescita, in linea con la ripresa a breve termine del settore manifatturiero europeo e delle esportazioni coreane, a indicazione di un aumento dell'attività europea. Ciononostante, queste dinamiche potrebbero non essere sostenibili.

Le intenzioni di spesa in conto capitale si stanno indebolendo, la politica fiscale è restrittiva e il calo dell'inflazione sta contribuendo alla crescita dei salari reali, ma è improbabile che questa situazione si protragga. I salari reali sono diminuiti perché l'inflazione ha superato la crescita dei salari nominali. I flussi creditizi, un effetto fiscale negativo pari al -0,8% del PIL europeo⁶ (il doppio di quello registrato nel 2023) e la riduzione della spesa in conto capitale comprometteranno il miglioramento economico. L'offerta di moneta si è ridotta del 10%.

L'impatto di tutto questo sull'economia più ampia è solo una questione di tempo. Gli indicatori anticipatori della spesa in conto capitale per il 2024 sono negativi (Figura 2). L'indagine settoriale della Commissione europea segnala una diminuzione. Le scorte di prodotti finiti dipingono lo stesso quadro.

⁶ Bloomberg Finance LP/S&P Global, gennaio 2024

Figura 2: Gli indicatori anticipatori stanno crollando



Fonte: DG ECFIN, gennaio 2024

La crescita dei salari nominali si indebolirà via via che la crescita dei posti di lavoro si deteriora. Le componenti occupazionali dei PMI suggeriscono un calo della domanda di lavoratori, per cui la crescita dei salari rallenterà. La politica monetaria restrittiva si farà sentire e, come negli Stati Uniti, rimarrà tale anche se la BCE dovesse tagliare i tassi nel secondo trimestre.

Stati Uniti

La Fed non ha mai tagliato i tassi con l'inflazione sopra il 2%, se non in presenza di una disoccupazione superiore al 5%. Siamo ancora sulla strada di una lieve recessione, a meno che i tassi non vengano ridotti in maniera aggressiva. Il denaro facile è un ricordo del passato, e nella prossima recessione i tassi non scenderanno a zero come nel 2009. Il mercato si aspetta che la Fed e la BCE taglino i tassi prima di una recessione, ma questo è improbabile. Nei prossimi dieci anni è probabile che i tassi rimangano più alti rispetto all'ultimo decennio, quando sono stati mantenuti su livelli artificialmente bassi. Il tasso d'interesse neutrale potrebbe essere più alto di quanto dichiarato dalle banche centrali. La Fed si attiene al suo tasso nominale sui federal fund a lungo termine del 2,5%, ma il forward a cinque anni su un orizzonte quinquennale suggerisce che non è un livello credibile.

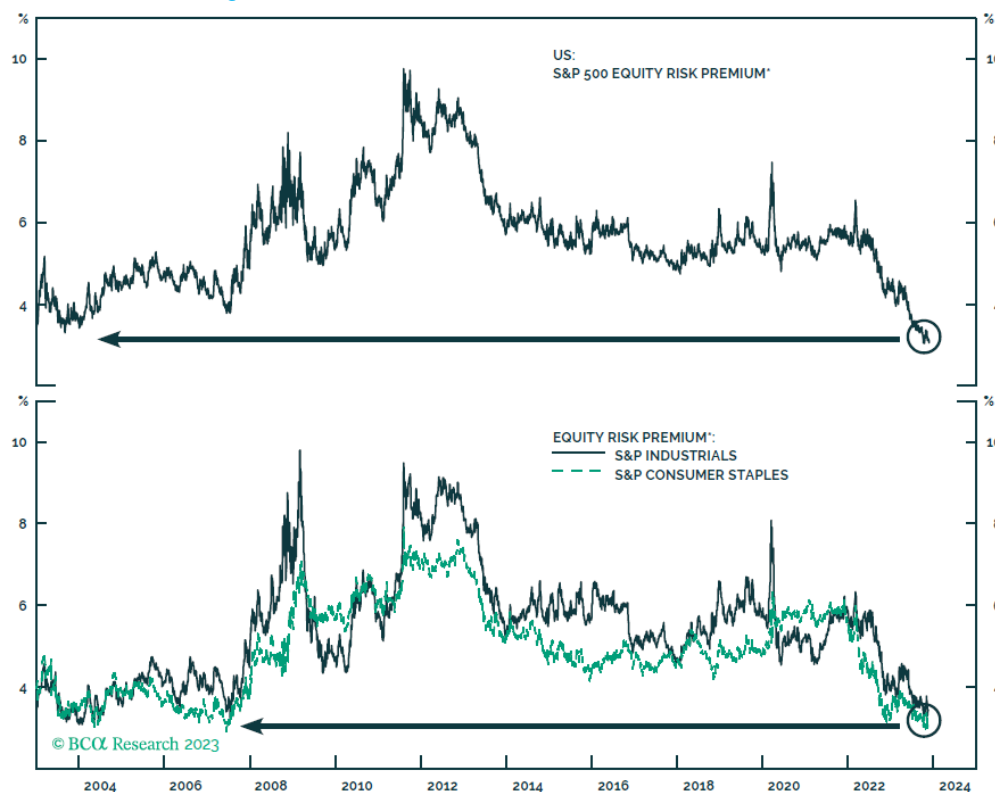
Il premio al rischio azionario statunitense è basso soprattutto, ma non solo, per effetto dei "Magnifici

Sette".⁷ Il mercato azionario non riflette il livello dei tassi d'interesse e questo risulterà evidente se entreremo in recessione. Negli Stati Uniti i consumi non diminuiranno perché la popolazione cresce dello 0,5% annuo (1,2% includendo gli immigrati). Gli investimenti privati non residenziali hanno un impatto più altalenante, sebbene rappresentino solo il 18% del PIL statunitense rispetto al 70% dei consumi.⁸ L'inasprimento delle condizioni di finanziamento comporta una riduzione della spesa in conto capitale. Poiché il mercato non prevede alcuna recessione, non c'è margine per le delusioni. La liquidità continua a prosciugarsi (Figura 3).

⁷ Alphabet, Amazon, Apple, Meta Platforms, Microsoft, NVIDIA e Tesla

⁸ Bloomberg, gennaio 2024

Figura 3: Le azioni statunitensi offrono un premio al rischio estremamente basso, e non solo per via dei titoli tecnologici



Fonte: BCA Research, 2023. *Il premio al rischio azionario è dato dalla differenza tra l'earnings yield prospettico a 12 mesi e i rendimenti dei TIPS statunitensi a 10 anni

Negli Stati Uniti non è ancora scattata la regola di Sahm, ma nelle economie cicliche la disoccupazione sta salendo. Il tasso di dimissioni volontarie è diminuito, indicando un aumento della disoccupazione, e sebbene le richieste iniziali di sussidi non siano aumentate, le domande di rinnovo sono comunque elevate. Le aziende non hanno ancora cominciato a licenziare ma sono restie ad assumere.

Tassi più alti significano standard di erogazione dei prestiti più severi per le imprese. I prestiti commerciali e industriali sono rimasti invariati nel 2023. La crescita dei prestiti è in ritardo di un anno rispetto agli standard di erogazione bancari, pertanto quest'anno ci aspettiamo una diminuzione dei prestiti alle imprese. Le procedure fallimentari sono sul livello più elevato dal 2010. Il tasso d'insolvenza degli ultimi 12 mesi dei mutuatari high yield è salito dall'1,2% al 5,2%.⁹ Le perdite su crediti legate ai prestiti auto e alle carte di credito sono aumentate per sette trimestri. Le banche statunitensi sono ben capitalizzate, ma ci aspettiamo qualche problema in caso di recessione.

Cina

Il problema della Cina è l'immobiliare: il mercato immobiliare statunitense vale 60.000 miliardi di dollari, il doppio del PIL, mentre quello cinese vale 100.000 miliardi di dollari, sei volte il PIL. La maggior parte dei risparmi dei consumatori è finita nel mercato immobiliare, ma 130 milioni di

⁹ BCA Research, 2023.

unità immobiliari rimangono vuote. Nel 2023 i nuovi cantieri residenziali e le vendite di abitazioni hanno segnato un calo del 20% rispetto al 2022. Il deflatore del PIL cinese è pari a -1,4%: la deflazione persiste, per cui i costi di finanziamento reali sono aumentati anche se i tassi di prestito nominali sono diminuiti.¹⁰

Le entrate delle amministrazioni locali sono in calo a causa del crollo delle vendite di terreni. Il nuovo credito è stato pari al 27% del PIL nel 2023, ma questo non sta aiutando la ripresa. Il costo del debito è pari al 21% del reddito disponibile, per cui sia i consumatori che le imprese sono restii a contrarre ulteriori prestiti. È difficile che i consumi, pari al 38% del PIL, riescano a compensare visto il calo della spesa in conto capitale (42%) e delle esportazioni (20%). Il boom edilizio e infrastrutturale della Cina ha trainato 20 anni di crescita globale. Della crescita mondiale annua pari al 2,6% negli ultimi 10 anni, l'1,1% è provenuto dalla Cina – solo lo 0,6% dagli Stati Uniti e lo 0,2% dall'eurozona. Senza gli investimenti immobiliari e infrastrutturali, il contributo della Cina non andrà oltre lo 0,5%.¹¹

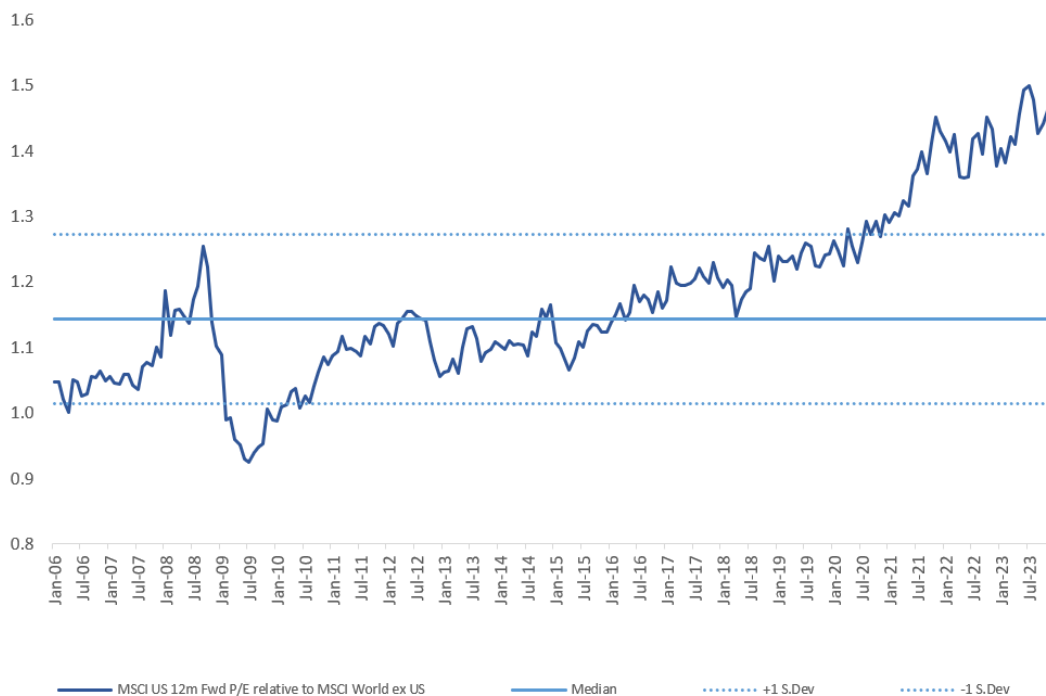
Che cosa si prospetta adesso?

Il mercato statunitense non è mai stato così costoso rispetto al resto del mondo e alle obbligazioni. I titoli difensivi sono destinati a sovraperformare: a novembre e dicembre i rendimenti sono scesi, ma i difensivi hanno sofferto. La debolezza della Cina sta portando i mercati emergenti su nuovi minimi rispetto ai mercati sviluppati. L'Eurostoxx 50 ha guadagnato il 20% nel 2023, ma l'attività sui mercati azionari primari si è dimezzata. A fine 2023 le società di minori dimensioni si sono fortemente apprezzate e il mercato azionario del Regno Unito appare sottovalutato. La liquidità continua a diminuire e i bilanci del G5 si sono ridotti di 5.200 miliardi di dollari negli ultimi sei trimestri. Le curve dei rendimenti nei mercati obbligazionari occidentali si sono invertite 15 mesi fa.

¹⁰ BCA Research, 2023.

¹¹ BCA Research, 2023.

Figura 4: P/E prospettico a 12 mesi MSCI US vs. Mondo USA escl.



Fonte: Bloomberg, gennaio 2024

Una volta superata questa fase il quadro si fa più positivo. Il reshoring della produzione negli Stati Uniti si tradurrà in spese in conto capitale. Secondo McKinsey l'azzeramento netto delle emissioni negli Stati Uniti richiederà una spesa di 275.000 miliardi di dollari di qui al 2050. Il pensionamento dei baby boomer farà diminuire i risparmi e aumentare i tassi d'interesse.

Lo stesso vale per l'Europa, sebbene in misura inferiore. Due terzi delle aziende europee prevedono di aumentare le attività operative in Europa nei prossimi tre anni, mentre una percentuale simile prevede di incrementare la spesa per le attività di ricerca e sviluppo. È dalla crisi finanziaria globale che l'Europa sottoinveste nel proprio stock di capitale. Questo fenomeno è particolarmente acuto in Germania, dove l'età dello stock di capitale delle imprese supera i sette anni. Al contempo, il settore privato europeo è liquido e dispone di ingenti capitali, con attività finanziarie superiori al 450% del PIL. L'inflazione e i tassi privi di rischio saranno più alti rispetto all'ultimo decennio: il reshoring è inflazionistico, così come la carenza di manodopera.

In conclusione, il quadro a breve termine potrebbe essere complicato, con una sovraperformance dei titoli difensivi. Tuttavia, quando cominceranno i tagli aggressivi dei tassi d'interesse l'Europa potrebbe tornare a sovraperformare. Più a lungo termine, il piano NextGenerationEU, l'uso dell'intelligenza artificiale per incrementare la produttività e l'aumento della spesa in conto capitale potrebbero rilanciare la crescita europea.



Avvertenze

Esclusivamente ad uso di investitori professionali e/o di tipologie di investitori equivalenti nella propria giurisdizione (non utilizzare o trasmettere a clienti retail). Per scopi di marketing.

Questo documento viene distribuito unicamente a scopo informativo e non deve essere considerato rappresentativo di un particolare investimento. Non costituisce un'offerta o una sollecitazione all'acquisto o alla vendita di qualsivoglia titolo o altro strumento finanziario, né alla fornitura di servizi o consulenza in materia di investimenti. Investire comporta dei rischi, tra cui il rischio di perdita del capitale. Il capitale è a rischio. Il rischio di mercato può riguardare un singolo emittente, settore dell'economia, industria ovvero il mercato nel suo complesso. Il valore degli investimenti non è garantito e di conseguenza gli investitori potrebbero non recuperare l'importo originariamente investito. Gli investimenti internazionali comportano alcuni rischi e una certa volatilità in ragione della potenziale instabilità politica, economica o valutaria e di principi contabili e finanziari differenti. I titoli nominati nel presente documento sono forniti a scopo illustrativo, sono soggetti a variazioni e non vanno interpretati come una raccomandazione di acquisto o di vendita. I titoli esaminati potrebbero rivelarsi o meno redditizi. Le opinioni espresse sono valide alla data indicata, possono cambiare al mutare del contesto di mercato o di altre condizioni e possono differire da altre opinioni espresse da altre società consociate o affiliate di Columbia Threadneedle Investments (Columbia Threadneedle). Le decisioni di investimento o gli investimenti effettivamente realizzati da Columbia Threadneedle e dalle sue affiliate, per conto proprio o per conto di clienti, possono non riflettere necessariamente le opinioni espresse. Le informazioni contenute nel presente documento non costituiscono una consulenza d'investimento e non tengono conto delle circostanze specifiche di ciascun investitore. Le decisioni di investimento dovrebbero essere sempre effettuate in funzione delle esigenze finanziarie, degli obiettivi, delle finalità, dell'orizzonte di investimento e della tolleranza al rischio di ciascun investitore. Le classi di attivi descritte potrebbero non essere idonee per tutti gli investitori. I rendimenti passati non sono indicativi di quelli futuri e nessuna previsione deve essere considerata come una garanzia. Le informazioni e le opinioni fornite da terze parti sono state ottenute da fonti ritenute attendibili, ma non si rilascia alcuna garanzia in merito alla loro accuratezza e completezza. Il presente documento e i relativi contenuti non sono stati esaminati da alcuna autorità di regolamentazione.

Per l'Australia: pubblicato da Threadneedle Investments Singapore (Pte.) Limited ["TIS"], ARBN 600 027 414. TIS è esente dall'obbligo di detenere una licenza per i servizi finanziari australiana ai sensi del Corporations Act 2001 (Cth) e fa affidamento sul Class Order 03/1102 in relazione ai servizi finanziari offerti ai clienti all'ingrosso australiani. Il presente documento può essere distribuito esclusivamente in Australia ai clienti all'ingrosso secondo quanto definito nella Sezione 761G del Corporations Act. TIS è regolamentata a Singapore (numero di iscrizione: 201101559W) dalla Monetary Authority of Singapore ai sensi del Securities and Futures Act (Chapter 289), che differisce dalle leggi australiane.

Per Singapore: pubblicato da Threadneedle Investments Singapore (Pte.) Limited, 3 Killiney Road, #07-07, Winsland House 1, Singapore 239519, regolamentata a Singapore dalla Monetary Authority of Singapore ai sensi del Securities and Futures Act (Chapter 289). Numero di iscrizione: 201101559W. Il presente documento non è stato esaminato dalla Monetary Authority of Singapore.

Per Hong Kong: pubblicato da Threadneedle Portfolio Services Hong Kong Limited 天利投資管理香港有限公司. Unit 3004, Two Exchange Square, 8 Connaught Place, Hong Kong, che ha ottenuto dalla Securities and Futures Commission ("SFC") la licenza a svolgere attività regolamentate di Tipo 1 (CE:AQA779). Registrata a Hong Kong ai sensi della Companies Ordinance (Chapter 622), numero di iscrizione 1173058.

Per il Giappone: pubblicato da Columbia Threadneedle Investments Japan Co., Ltd. Financial Instruments Business Operator, The Director-General of Kanto Local Finance Bureau (FIBO) numero 3281, membro della Japan Investment Advisers Association e della Type II Financial Instruments Firms Association.

Per il Regno Unito: pubblicato da Threadneedle Asset Management Limited, numero di iscrizione 573204, e/o Columbia Threadneedle Management Limited, numero di iscrizione

517895, entrambe registrate in Inghilterra e nel Galles e autorizzate e regolamentate nel Regno Unito dalla Financial Conduct Authority.

Per il SEE: pubblicato da Threadneedle Management Luxembourg S.A., registrata presso il Registre de Commerce et des Sociétés (Lussemburgo), numero di iscrizione B 110242, e/o Columbia Threadneedle Netherlands B.V., regolamentata dall'Autorità olandese per i mercati finanziari (AFM), numero di iscrizione 08068841.

Per la Svizzera: pubblicato da Threadneedle Portfolio Services AG, società svizzera non regolamentata, o Columbia Threadneedle Management (Swiss) GmbH, operante in veste di ufficio di rappresentanza di Columbia Threadneedle Management Limited, autorizzata e regolamentata dall'Autorità federale di vigilanza sui mercati finanziari (FINMA).

Per il Medio Oriente: il presente documento è distribuito da Columbia Threadneedle Investments (ME) Limited, che è regolamentata dalla Dubai Financial Services Authority (DFSA). Le informazioni contenute nel presente documento non costituiscono raccomandazioni finanziarie e sono riservate unicamente a soggetti con adeguate conoscenze in materia di investimenti e che soddisfano i criteri regolamentari per essere classificati come Clienti professionali o Controparte di mercato e nessun altro soggetto è autorizzato a farvi affidamento. Questo documento, il suo contenuto e qualsivoglia altra informazione o opinione espressa o fornita successivamente al lettore sono di natura strettamente riservata e sono destinati all'utilizzo esclusivo dei soggetti che presenziano alla presentazione. Non ne è consentita la riproduzione in qualsiasi forma né la trasmissione a terze parti senza l'espressa autorizzazione scritta di CTIME. Con la ricezione della presente pubblicazione, il destinatario riconosce il divieto di copia o riproduzione, in tutto o in parte, nonché di divulgazione del contenuto ad altri soggetti.

Il presente documento potrebbe essere messo a disposizione del destinatario da una società affiliata facente parte del gruppo Columbia Threadneedle Investments: Columbia Threadneedle Management Limited nel Regno Unito; Columbia Threadneedle Netherlands B.V., regolamentata dall'Autorità olandese per i mercati finanziari (AFM), numero di iscrizione 08068841.

Columbia Threadneedle Investments è il marchio commerciale globale del gruppo di società di Columbia e Threadneedle.