
Asset allocation: quando cominceranno a farsi sentire gli effetti della stretta monetaria già implementata?

Multi-asset | Luglio 2023



Ben Rodriguez
Gestore, Multi-asset



Matt Rees
Gestore, Fondi gestiti

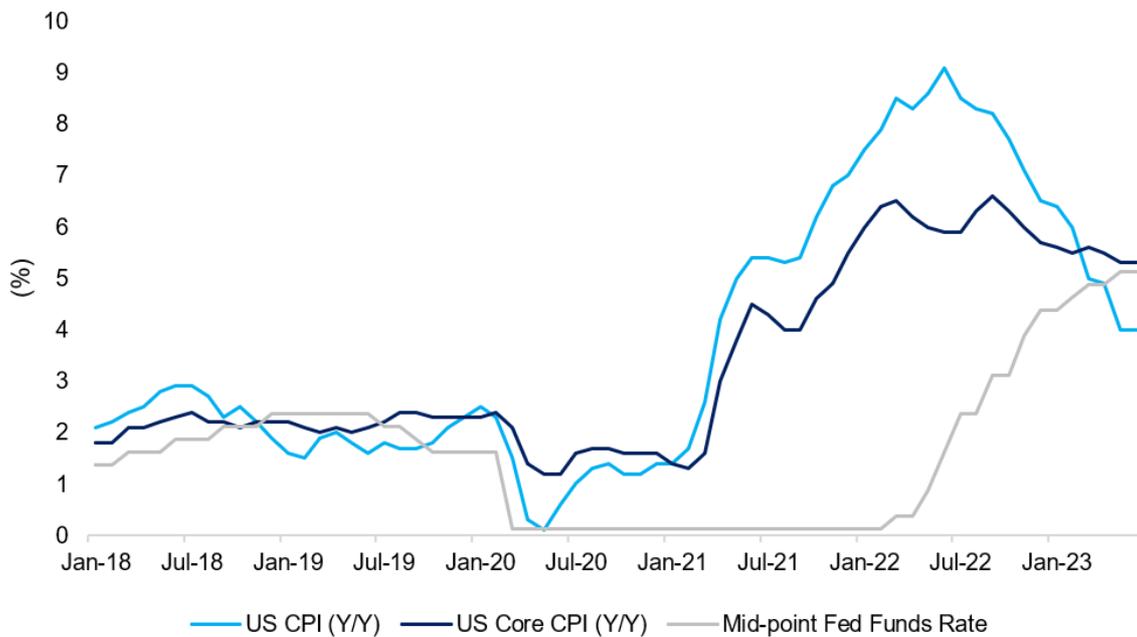
- **Le principali banche centrali dei mercati sviluppati continuano a porre l'enfasi su una riduzione sostenibile dei livelli di inflazione verso i target**
- **Le dinamiche persistenti dei mercati del lavoro e dei dati core hanno obbligato le autorità monetarie a inasprire le rispettive politiche più del previsto**
- **Tuttavia, i cambiamenti della politica monetaria si ripercuotono con ritardo sulle economie, e l'interpretazione della lunghezza di questi ritardi è cruciale per comprendere se si sia già fatto abbastanza**

In un contesto in cui il mondo emergeva dai lockdown per il Covid del 2021 e di inizio 2022, il fulcro della domanda al consumo si è spostato dai beni ad aree dei servizi a maggiore intensità di manodopera. Questo spostamento, abbinato a un calo del tasso di partecipazione alla forza lavoro, ha reso i mercati del lavoro più tesi, con una conseguente accelerazione della crescita salariale.

Le banche centrali non possono influenzare significativamente – e dovrebbero esaminare approfonditamente – le fluttuazioni dell'inflazione a breve termine determinate da problemi sul lato dell'offerta, come è stato per l'inflazione trainata dai prezzi dei beni di inizio pandemia che, benché oggi ci faccia sorridere, era stata definita "transitoria". Tuttavia, la diffusione degli aumenti dei prezzi e i conseguenti livelli elevati di inflazione core e di crescita salariale hanno fornito gli elementi per un'inflazione superiore al target autosostenuta, su cui le banche centrali

sono chiamate in virtù del loro mandato a intervenire attraverso modifiche della politica monetaria. Pertanto, a cominciare dalla Bank of England (BoE) a dicembre 2021, le principali banche centrali dei mercati sviluppati hanno varato un rapido programma di inasprimento della politica monetaria mirato a ribilanciare offerta e domanda nelle diverse economie con target d'inflazione coerenti con il livello di equilibrio (Figura 1).

Figura 1: inflazione statunitense e tasso di riferimento a confronto

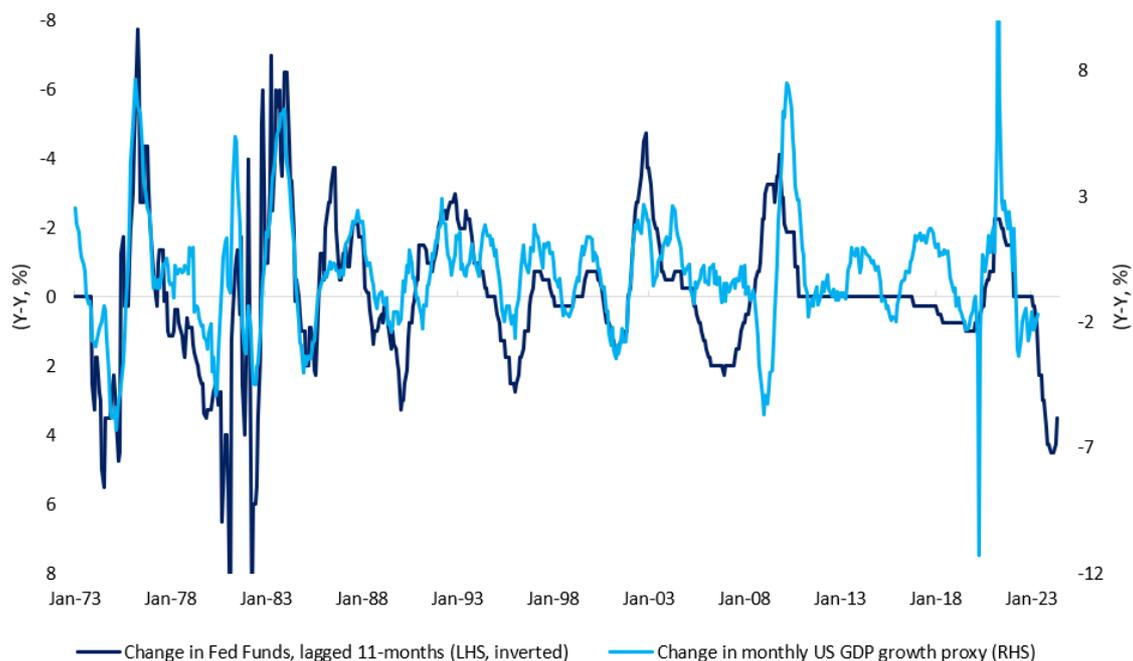


Fonte: Bloomberg, 30 giugno 2023

A questo punto, la questione più dibattuta è se la stretta monetaria fin qui implementata dalle banche centrali sia già sufficiente a ridurre adeguatamente la domanda. In questo dibattito, le posizioni estreme sono, da un lato, "ciò che è già stato fatto è (più che) sufficiente e ora occorre attendere altro tempo affinché gli effetti si facciano sentire interamente", e dall'altro lato, "gli effetti si sono già materializzati pienamente, ed è necessario un ulteriore inasprimento per riportare l'inflazione core al target".

La discussione è incentrata attorno all'entità del ritardo con cui un'eventuale ulteriore stretta comporterà il conseguente calo della domanda. Abbiamo analizzato la relazione empirica tra le variazioni dei tassi di riferimento delle banche centrali e i cambiamenti della crescita del PIL negli Stati Uniti, nel Regno Unito e nell'eurozona. Abbiamo riscontrato che il ritardo tra l'avvio del cambio di rotta della politica monetaria e l'impatto economico è stato di 11 mesi negli Stati Uniti (Figura 2), otto mesi nel Regno Unito e nove mesi nell'eurozona. Ciò suggerisce che l'impatto economico dei rialzi dei tassi di interesse ha cominciato ad essere percepito nel primo trimestre del 2023 negli Stati Uniti, e rispettivamente nel terzo trimestre del 2022 e nel secondo trimestre del 2023 nel Regno Unito e nell'eurozona. Tuttavia, un aspetto importante è che questa analisi indica anche che il massimo impatto dei rialzi implementati non si manifesterà prima del quarto trimestre del 2023/primo trimestre del 2024.

Figura 2: tempo intercorso tra la modifica del tasso di riferimento della Fed e la variazione della crescita del PIL statunitense

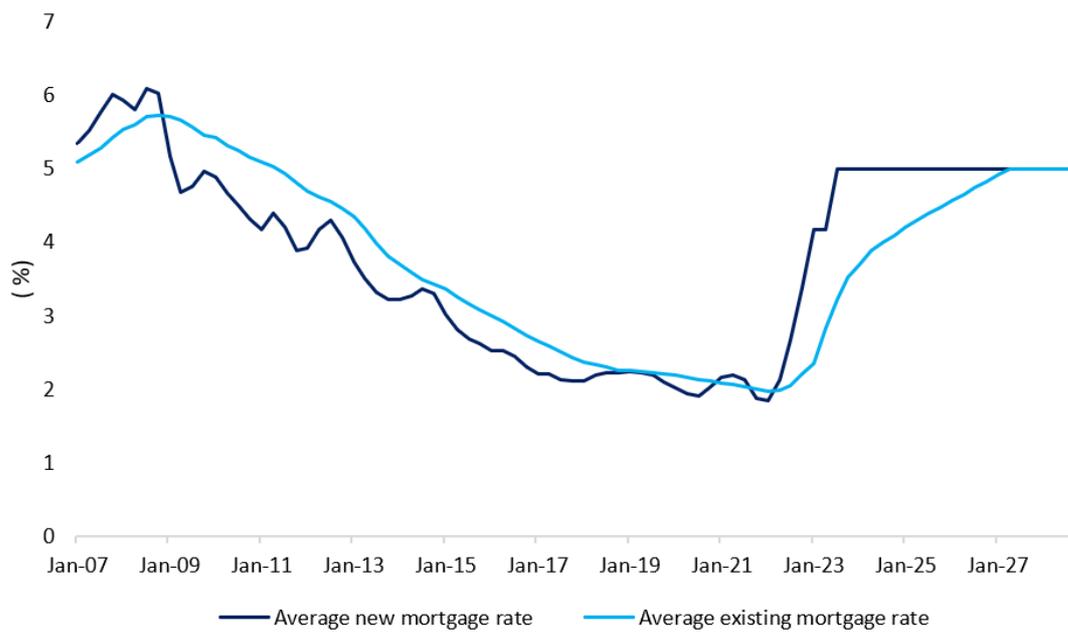


Fonte: Bloomberg, 30 giugno 2023

L'analisi ha esaminato anche i ritardi storici con cui l'impatto della stretta monetaria si è materializzato nel mercato del lavoro. Come ci si può aspettare, in questo caso la durata dei ritardi è leggermente più lunga, poiché le aziende tendono a reagire a un deterioramento del contesto economico tagliando il personale. Su questo fronte, le relazioni indicano che il massimo impatto sui mercati del lavoro dovrebbe materializzarsi nel primo/secondo trimestre del 2024 negli Stati Uniti e nel Regno Unito, e nel quarto trimestre del 2024 nell'eurozona.

Non sorprende che queste relazioni non siano costanti nel tempo poiché, in qualsiasi momento, la crescita del PIL e i mercati del lavoro subiscono l'impatto di una serie di altri fattori, oltre che dei cambiamenti di politica monetaria. Ad esempio, nel Regno Unito i mutui rappresentano logicamente un importante meccanismo di trasmissione dai tassi più elevati a una riduzione dell'attività economica. Tuttavia, i trend strutturali di questo mercato suggeriscono un cambiamento del tasso di trasmissione della stretta monetaria. Nel Regno Unito, la quota di mutui negoziati a tasso variabile superava il 70% nel 2012; nel primo trimestre di quest'anno è stata pari al 12,5%. Pertanto, qualsiasi inasprimento monetario da parte della BoE che nel 2012 avrebbe ridotto immediatamente il reddito disponibile di una maggiore percentuale di famiglie britanniche, ora sortisce questo effetto su una quota molto inferiore di famiglie. Anche se, alla fine, il pieno effetto dell'aumento dei tassi di interesse sarà percepito da tutte le famiglie con mutui, la sua trasmissione richiederà anni – circa la metà di tutti i mutui accesi nel 2021 ha una durata fissa di cinque anni. In effetti, ipotizzando che i tassi di interesse rimangano sui livelli di fine maggio, è probabile che il tasso medio dei mutui in essere raggiunga il 4% solo nel terzo trimestre del 2024 (Figura 3). Di conseguenza, in base al modello considerato, il massimo impatto dei rialzi dei tassi di ottobre 2023 sul PIL britannico si materializzerebbe probabilmente più tardi di quanto non suggeriscano i dati storici.

Figura 3: tassi ipotecari nuovi ed esistenti a confronto



Fonte: ONS e Bank of England, 31 marzo 2023

Anche se la tempistica precisa con cui si percepirà il pieno impatto della stretta monetaria rimane incerta, siamo fiduciosi che l'attività economica continuerà a subire il freno della stretta monetaria fin qui implementata in misura crescente. In linea con le nostre aspettative, continuiamo a strutturare i nostri portafogli multi-asset prevedendo maggiori allocazioni alla duration dei titoli di Stato, e allocazioni azionarie lievemente ridotte.



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.

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.

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.