
Poiché i tassi "più alti più a lungo" argineranno l'inflazione, la qualità è la strada maestra

Azioni europee | Novembre 2023



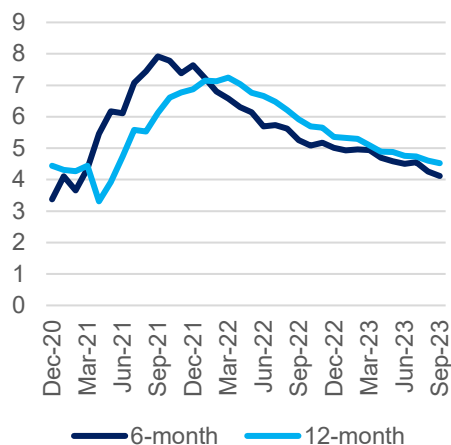
Paul Doyle
Responsabile azionario large cap Europa

- **I tassi d'interesse hanno raggiunto il picco o quasi, ma resteranno alti più a lungo. L'inflazione va stroncata una volta per tutte**
- **Negli Stati Uniti la recessione rimane probabile, molto più che in Europa**
- **Le azioni europee potrebbero nuovamente sovraperformare quelle statunitensi**

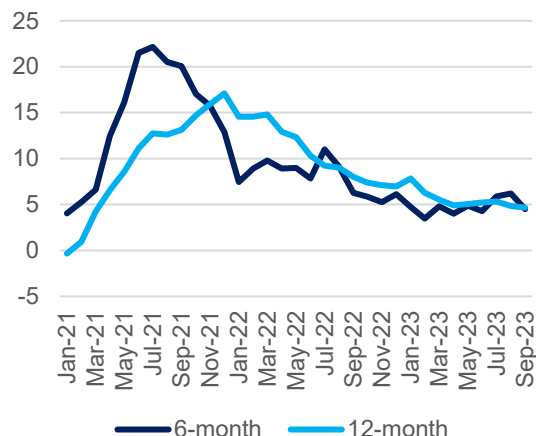
Stati Uniti, Europa, Cina e resto del mondo si muovono in direzioni diverse. Dagli Stati Uniti sono giunte sorprese economiche positive, mentre in Europa e in Cina i dati hanno mostrato meno vigore. Negli Stati Uniti la domanda di lavoro rimane superiore all'offerta, anche se si sta riallineando. L'indice ISM manifatturiero si è contratto per 10 mesi, mentre il PMI dei servizi si è espanso grazie alla solidità della spesa al consumo.

Figura 1: la crescita dei salari sta rallentando

Settori privati



Tempo libero e strutture ricettive



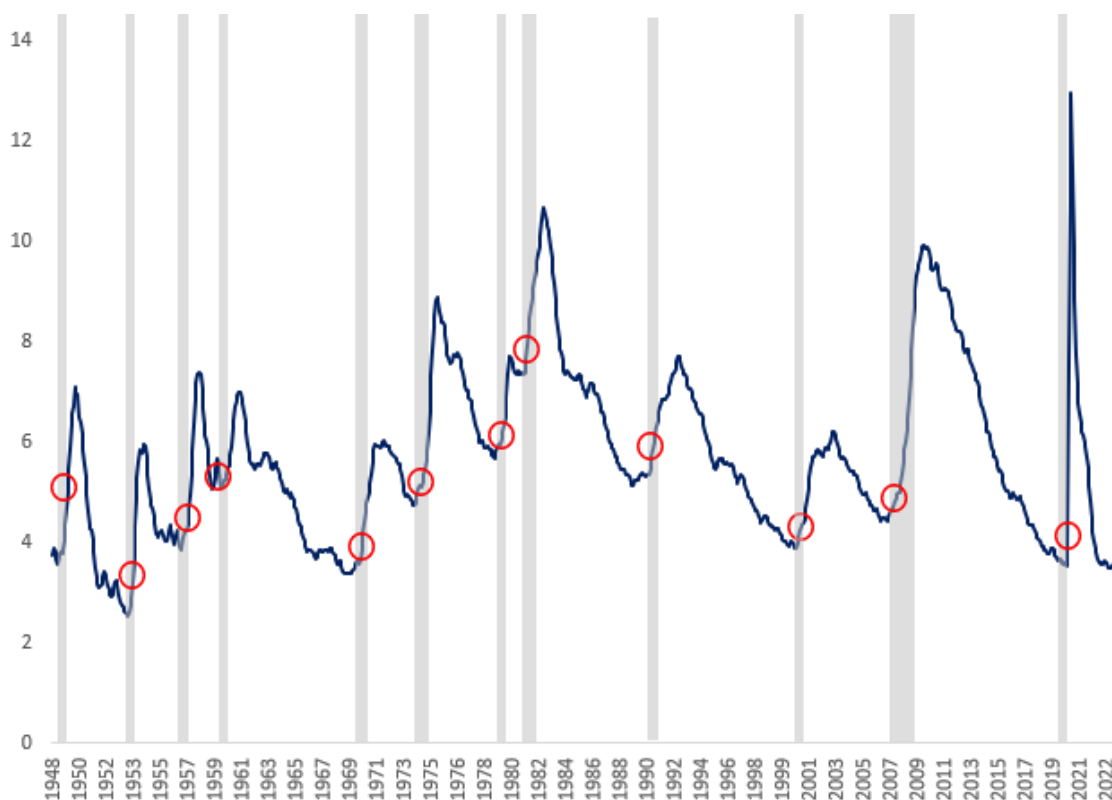
Fonte: BCA Research, 2023. Variazione percentuale delle retribuzioni orarie medie

I recenti dati sull'occupazione alimenteranno l'inflazione, pertanto i tassi d'interesse dovranno rimanere sul loro livello di neutralità, che è difficile da determinare. Tuttavia, l'inflazione statunitense dovrebbe diminuire. La Federal Reserve divide l'inflazione in tre categorie: beni, alloggi e servizi alloggi esclusi. L'inflazione dei beni è al di sopra del trend ma in calo; gli affitti, che ora sono stazionari o in discesa, sono un indicatore anticipatore dell'inflazione dei costi abitativi, che si manifesta in ritardo. I servizi, infine, sono una funzione dei salari, e la crescita salariale ha raggiunto il picco del 7% nel 2022 ed è ora pari al 4,5% (Figura 1). Il tasso di posizioni vacanti e di dimissioni è diminuito.

Affinché si abbia un atterraggio morbido, le politiche monetarie delle banche centrali devono essere impeccabili. La Fed prevede il picco della disoccupazione al 4,1% e un aumento di mezzo punto del tasso di disoccupazione.¹ Eppure, in base ai suoi stessi criteri, un aumento di tale portata causa una recessione. Nei cicli precedenti il tasso di disoccupazione è salito in media di 280 pb, non di 50 pb. Un rialzo di 500 pb che *non* provocasse una recessione sarebbe un evento senza precedenti storici (Figura 2).

¹ Federal Reserve statunitense, proiezioni economiche, 20 settembre 2023

Figura 2: tasso di disoccupazione USA (media a 3 mesi)



Fonte: BCA Research, 2023. Le aree ombreggiate indicano le recessioni registrate dal NBER; i cerchi indicano i periodi in cui la media a tre mesi del tasso di disoccupazione è aumentata di più di un terzo di punto percentuale rispetto ai minimi precedenti. Nel dopoguerra non è mai successo che la media del tasso di disoccupazione sia aumentata di oltre un terzo di punto percentuale senza che si avesse una recessione

I timori di tassi d'interesse "più alti più a lungo" stanno deprimendo le obbligazioni: a metà ottobre il rendimento del Treasury USA decennale ha toccato il 4,9%. Le azioni globali, di contro, sono scese del 10% dai massimi di luglio. Se si escludono i sette maggiori titoli tecnologici degli Stati Uniti e si applicano ponderazioni paritarie all'S&P500, l'indice ha raggiunto il picco a febbraio ed è stazionario da inizio anno ad oggi.

I rendimenti decennali statunitensi sono saliti nel terzo trimestre sulla scia della decisione delle banche centrali di mantenere alti i tassi d'interesse. L'inasprimento della politica monetaria sta dando i suoi frutti: i rendimenti dei prestiti alle imprese e alle famiglie sono i più alti degli ultimi 15 anni. Se pure la Fed non tornasse ad alzare i tassi, la politica monetaria subirebbe una nuova stretta per via del calo dell'inflazione e dell'aumento dei tassi reali. Le previsioni della Fed indicano un aumento dei tassi ufficiali reali a breve termine dall'1,3% al 2,5% entro la fine del 2024. Ciò depone a sfavore degli asset rischiosi. Se si eccettua la bolla TMT (tecnologia, media e telecomunicazioni) degli anni '90, ai rendimenti attuali il premio al rischio azionario è il più basso dall'inizio degli anni '70. L'aumento dei rendimenti reali sta agendo sulle valutazioni azionarie.

Solo due degli ultimi nove cicli restrittivi non hanno provocato una recessione. In queste due occasioni, la Fed ha aumentato i tassi di 300 pb, non di 550, e ha cominciato quando l'inflazione era contenuta, a differenza di quanto accaduto nel 2022. La crescita statunitense rimane robusta, almeno nel settore dei servizi, ma in Europa e in Cina l'attività manifatturiera si è

indebolita. In Europa gli indici PMI dei servizi sono in calo e in Cina le cose vanno anche peggio.

Le azioni hanno registrato una buona performance quest'anno, confortate dal fatto che la recessione non è ancora arrivata. Ma lo scollamento tra i listini azionari e lo slancio economico sottostante suggerisce che i corsi azionari rischiano di scendere se l'attività economica non si riprenderà.

Avevamo pensato che un'economia robusta, sostenuta dagli extra risparmi dell'era pandemica, avrebbe potuto causare una seconda ondata di inflazione. Gli elevati prezzi del petrolio e il recupero post-covid meno entusiasmante del previsto in Cina hanno smorzato la crescita. Ciò rende la seconda ondata meno probabile. Attualmente, le condizioni persistentemente tese sui mercati del lavoro portano a richieste salariali irrealistiche; i lavoratori del comparto auto statunitense hanno chiesto il 40% in più in quattro anni. Gli scioperi sono ai livelli più elevati della storia recente. Ma ben presto il rallentamento della crescita e l'aumento della disoccupazione spingeranno al ribasso i rincari dei prezzi e gli incrementi salariali.

Poiché gli Stati Uniti sono in piena occupazione, il rallentamento della domanda non ha portato a un rallentamento della crescita della produzione ma piuttosto a un calo dell'inflazione. I tassi d'interesse ufficiali sono aumentati di 550 pb, ma le rate dei mutui sono più basse rispetto al 2019 grazie ai rifinanziamenti a basso costo dell'era pandemica; inoltre, la maggior parte delle famiglie ha contratto mutui trentennali. I tassi recupereranno il ritardo, e secondo la Fed di Chicago l'effetto ritardato dei rialzi rallenterà l'economia di 300 pb.

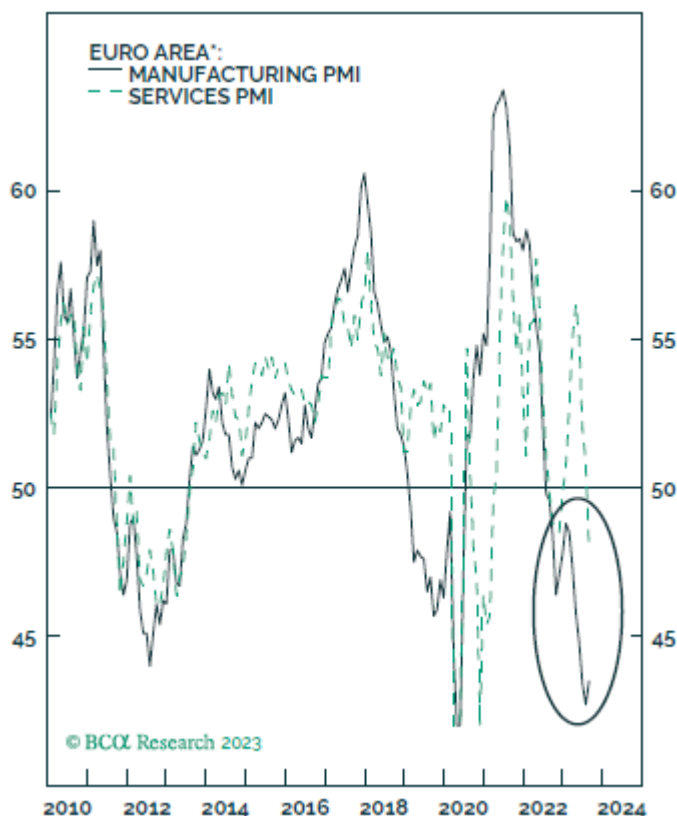
L'effetto ritardato degli affitti sul CPI fa sì che l'inflazione di fondo sia pari ad appena l'1,5%; considerando gli affitti attuali, è più vicina allo 0,5%. Ciò significa che il tasso sottostante sui Fed Funds è quasi al 5%, lo stesso livello sul quale si trovava durante la dura lotta all'inflazione di Paul Volcker nei primi anni '80. Questo perché gli effetti ritardati degli stimoli fiscali e monetari si stanno gradualmente manifestando nel sistema. Ci vorrà un po' di tempo prima che l'obiettivo del 2% fissato dalla Fed venga raggiunto.

Europa

La crescita europea rimane debole a causa del rallentamento dell'Asia e della politica monetaria restrittiva: i PMI manifatturieri e dei servizi restano sotto quota 50 (Figura 3). L'inflazione complessiva e quella di fondo sono ancora elevate, rispettivamente al 4,3% e al 4,5%, ma l'indice dei prezzi alla produzione (PPI) e gli indicatori dei prezzi alla vendita segnalano una flessione. È probabile che i tassi della Banca centrale europea (BCE) abbiano raggiunto il picco al 4%. La BCE ha affermato che i rialzi sono finiti ma anche che i tassi rimarranno elevati.² Aumenti dei tassi così imponenti sono un inedito, e i tassi reali si porteranno in territorio positivo con il calo dell'inflazione. In Europa gli standard creditizi sono diventati restrittivi e la domanda privata di credito è diminuita. L'offerta di moneta si sta contraendo al ritmo più serrato dalla nascita dell'euro. Lo stesso vale per i flussi creditizi, che sono in calo. Anche l'attività edilizia è in contrazione e le nuove licenze sono crollate, essendo questo settore il più sensibile ai tassi d'interesse.

² Reuters, "ECB hiking campaign is over but no easing until at least July", 20 ottobre 2023.

Figura 3: i PMI manifatturieri e dei servizi dell'Europa rimangono sotto quota 50



Fonte: BCA Research, 2023. *fonte: HCOB, S&P Global PMI. Nota: serie interrotta a 42 ai fini della presentazione

La politica monetaria restrittiva sta agendo sull'economia proprio quando la crescita è debole. Il settore manifatturiero si sta contraendo a causa del calo delle esportazioni, e anche i servizi segnano il passo. Le tensioni sul mercato del lavoro persistono ma si stanno allentando; un rallentamento della crescita dei posti di lavoro si traduce in un rallentamento della crescita dei salari. La componente occupazionale delle indagini UE relative al settore manifatturiero e a quello dei servizi mostra un raffreddamento dei costi salariali e un aumento della disoccupazione. L'inflazione dovrebbe riportarsi entro l'obiettivo nel 2024, ma ciò non condurrà a tagli dei tassi. Le famiglie dell'UE hanno 1.500 miliardi di euro di risparmi in eccesso risalenti al periodo della pandemia.³

Il calo dell'inflazione determinerà una crescita dei redditi reali. Ciò significa che, nonostante l'aumento della disoccupazione, le famiglie si sentiranno più agiate, con un effetto positivo sui consumi. È probabile che ciò avvenga di pari passo con la stabilizzazione della Cina, imprimendo slancio alle esportazioni. Le scorte globali sono basse, la deflazione cinese si sta attenuando e il renminbi si è deprezzato, il che stimola l'attività industriale globale e avvantaggia l'Europa. I rendimenti europei rimarranno su livelli più alti rispetto agli ultimi 10 anni. Le ore lavorate sono sui massimi storici e l'ONU prevede che nel 2030 la popolazione europea in età lavorativa conterà 12,4 milioni di persone in meno rispetto al picco del 2011. La disponibilità di lavoro diventerà scarsa nonostante l'immigrazione.

³ FT.com, "Excess savings are back, maybe", 2 ottobre 2023.

Figura 4: area euro: totale di ore lavorate



Figura 5: ore per dipendente nell'economia totale

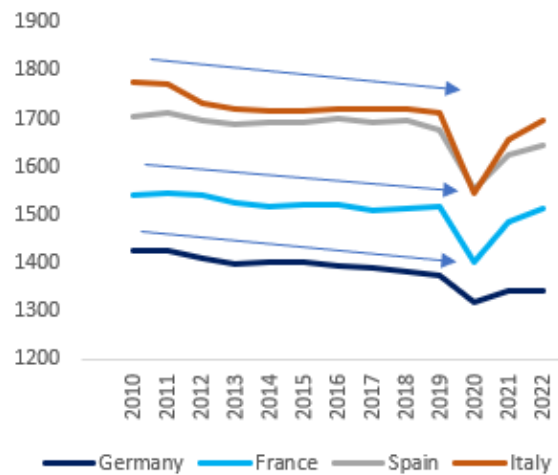
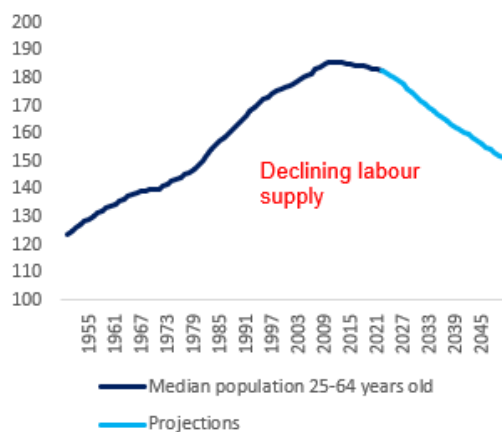


Figura 6: popolazione mediana dell'area euro (milioni)



Fonti: La fonte di tutti i dati è BCA Research, 2023. Fonte dei dati della Figura 4: Banca centrale europea, luglio 2023. Fonte dei dati della Figura 5: OCSE, 2023. Fonte dei dati della Figura 6: Nazioni Unite, dati tratti da 20 paesi dell'area euro

Questo significa che la spesa in conto capitale aumenterà e la politica fiscale verrà allentata. La spesa per la difesa, la transizione verde e l'onshoring per rinnovare il vecchio stock di capitale dovrebbero portare a un boom degli investimenti europei. Il calo dell'offerta di lavoro e la solidità degli investimenti freneranno la crescita della disoccupazione e spingeranno al rialzo i salari reali. Ciò avrà effetti inflazionistici e dunque manterrà tassi e rendimenti su livelli più alti, impedendo alla BCE di allentare la politica monetaria. Gli investimenti, l'erosione dei risparmi dovuta all'invecchiamento della popolazione faranno salire il tasso d'interesse neutrale, come successo negli Stati Uniti. Il lavoro rappresenta il 60% dei costi aziendali, quindi la crescita dei salari comprimerà i margini, così come la spesa in conto capitale e l'onshoring comprimeranno i cash flow. La stabilizzazione delle scorte e dell'economia cinese potrebbe fornire una tregua all'Europa, ma un tasso d'interesse neutrale più alto si traduce in valutazioni azionarie più basse.

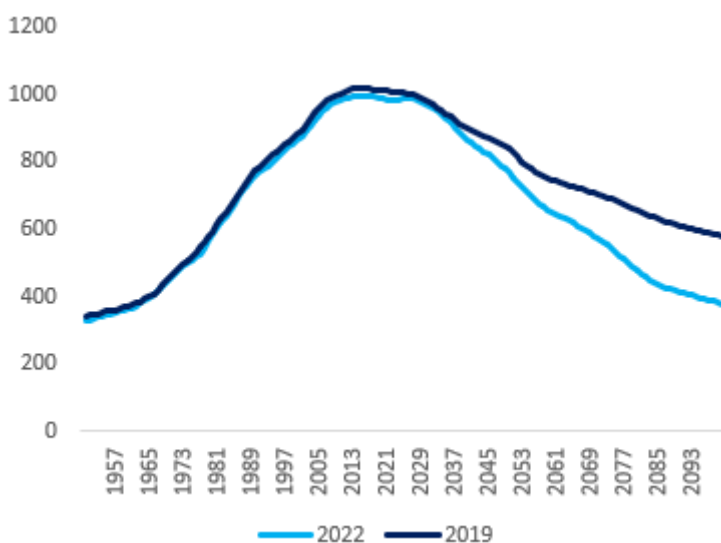
Cina

La crescita cinese non è proseguita dopo il rimbalzo post-Covid. L'economia sta rallentando: la crescita dell'aggregato M1 (offerta di moneta) è scesa al 3% e quella del PIL al 3,2%, e ciò significa che l'obiettivo del 5% per il 2023 potrebbe non essere raggiunto. Quest'anno il renminbi è sceso del 6% toccando il minimo dal 2009, e le esportazioni non hanno dato segnali di ripresa. La crescita del credito è anemica e il ritmo dei finanziamenti sociali totali è il più lento dal 2002. I PMI cinesi ufficiali dipingono un quadro ottimistico; l'indice di attività economica Yicai, tuttavia, suggerisce un contesto più debole a causa dell'indebitamento del mercato immobiliare e del tiepido sostegno monetario e fiscale. La crescita dei finanziamenti sociali totali e della spesa pubblica è sui minimi decennali.

Il settore degli immobili residenziali è problematico e i prezzi alla produzione sono in calo. Salvo un intervento del governo, questa deflazione trascinerà al ribasso anche altri mercati emergenti. Le misure di stimolo benché limitate e la ripresa delle scorte dovrebbero imprimere slancio, ma la Cina va incontro a diversi problemi strutturali: gli sviluppi geopolitici, l'onshoring verso gli Stati Uniti, il Giappone e l'Europa per i prodotti manifatturieri di fascia alta e il near-shoring degli Stati Uniti in Messico porteranno a un forte calo delle esportazioni di beni di fascia bassa.

Gli investimenti diretti esteri sono diminuiti. Gli immobili residenziali sono sopravvalutati e in una situazione di offerta eccedente, inoltre i costruttori sono più indebitati di quanto non accadesse in Giappone a fine anni '80/inizi anni '90. Le dinamiche demografiche sono preoccupanti: secondo le Nazioni Unite la popolazione attiva si ridurrà del 60% entro la fine del secolo (Figura 7). Se il governo decidesse di potenziare la spesa pubblica, come accaduto in Giappone, questo stato di cose sarebbe sostenibile. Ma gran parte della spesa è provenuta dagli enti locali facendo affidamento sulle vendite di terreni, che ora si sono esaurite. Per risolvere questo problema c'è bisogno dell'azione del governo centrale, il quale però non dà alcun segnale di voler intervenire.

Figura 7: proiezioni della popolazione cinese in età lavorativa (milioni)



Fonte: BCA Research, 2023, sulla base dei dati demografici delle Nazioni Unite.

Conclusioni

I rendimenti obbligazionari stanno schizzando verso l'alto per i motivi sbagliati: non per la forza della crescita ma per l'aumento del premio a termine, l'eccesso di offerta obbligazionaria e la diminuzione degli acquirenti dovuta al calo dei risparmi globali. I rendimenti sono in forte rialzo, ma la leadership non è ciclica. I rendimenti obbligazionari dovrebbero calare in parallelo alla moderazione dei mercati del lavoro e all'allentamento delle pressioni sui prezzi, ma ciò non sta accadendo.

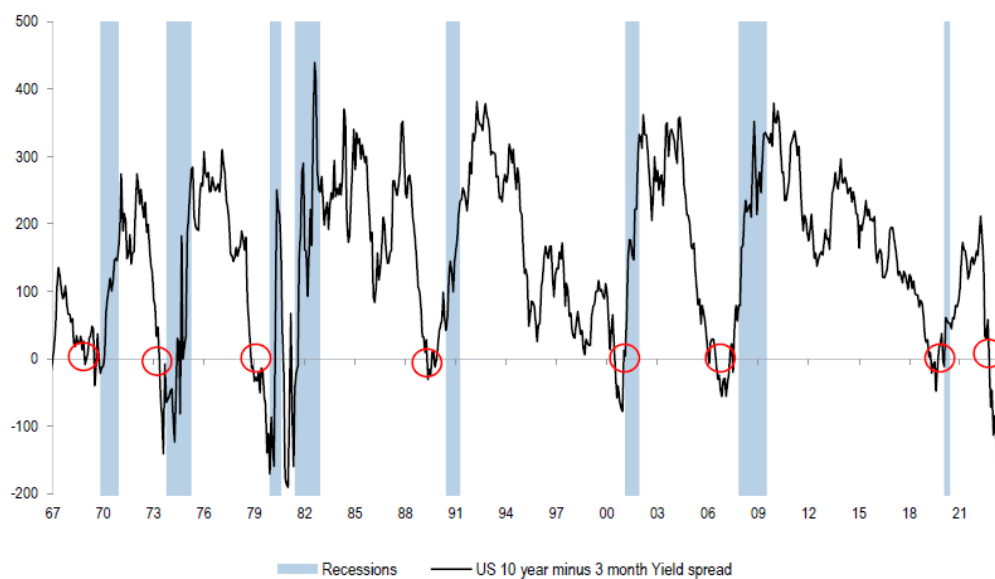
Gli annunci di utile del terzo trimestre sono importanti e dobbiamo concentrarci sulle dichiarazioni previsionali. Le previsioni per il 2024 parlano di una crescita degli utili del 12% negli Stati Uniti e dell'8% in Europa. La crescita degli utili nel 2023 è stata scarsa, ma vi sono speranze di una ripresa. I prezzi di mercato non scontano delusioni.

Con i rendimenti reali su questi livelli, i rapporti prezzo/utili delle azioni statunitensi dovrebbero essere cinque punti sotto l'attuale livello di 18-19. Il cuscinetto valutativo è minimo. Il conflitto in Medio Oriente spingerà al rialzo il prezzo del petrolio e frenerà il calo dell'inflazione. La politica monetaria statunitense è riassumibile nell'espressione "tassi più alti più a lungo". Il mercato prevede tagli di 80 pb prima delle elezioni, ma l'unica ragione per la Fed di tagliare i tassi sarebbe un'economia debole.

Il tasso di disoccupazione statunitense è ai minimi storici ed è difficile immaginare l'avvio di un ciclo senza un resettaggio. A gennaio il consenso era ribassista perché allora l'economia era vigorosa, e ciò spiega l'apprezzamento da inizio anno ad oggi. I titoli ciclici e value hanno già registrato buone performance. Nel mercato creditizio non vediamo ancora segnali di rivolta: gli spread sono sotto controllo. I pagamenti degli interessi nel settore societario sono in calo perché solo una ristretta cerchia di colossi genera cash flow, ma questo non vale per l'intero mercato. Le perdite delle banche statunitensi sulle obbligazioni detenute fino a scadenza sono passate dai 500 miliardi di dollari di marzo agli 800 miliardi di dollari di ottobre. Gli standard di erogazione dei prestiti si stanno inasprendo e ci troviamo in un periodo di transizione. Negli ultimi otto cicli di inasprimento della Fed i rendimenti obbligazionari sono scesi. Questo è un buon momento per approfittare di rendimenti più elevati.

Il quarto trimestre è un periodo stagionalmente propizio per le azioni. Nei mercati, l'energia ha già archiviato buone performance e anche le altre materie prime dovrebbero cominciare a fare meglio, così come i difensivi. I settori dei consumi – auto, compagnie aeree, vendita al dettaglio e tempo libero – registreranno performance disomogenee. L'Europa ha generato solide performance fino a maggio, ma ha poi ceduto metà di tali guadagni. L'aggregato M1, che è l'indicatore anticipatore per l'Europa, appare ancora debole.

Figura 8: curva dei rendimenti USA a 10 anni/3 mesi e recessioni



Fonte: Datastream, giugno 2023.

In genere, devono passare 12-18 mesi dal punto di inversione della curva dei rendimenti perché gli Stati Uniti entrino in recessione. La curva 10 anni/2 anni si è invertita a luglio 2022 e quella 10 anni/3 mesi a ottobre 2022 (Figura 8). Il PPI globale e gli utili globali sono fortemente correlati. Di norma il PMI e le revisioni degli utili sono correlati, ma è venuto a crearsi uno scarto. O il PMI dell'eurozona rialza la testa, o gli utili dovranno essere rivisti al ribasso.

Considerate le diverse prospettive in termini di inflazione, tassi d'interesse e crescita negli Stati Uniti e in Europa, i mercati azionari europei potrebbero nuovamente sovraperformare quelli statunitensi.

Nota: la fonte di tutti i dati riportati nell'articolo è Bloomberg salvo diversa indicazione, a ottobre 2023.



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.

Publicato 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.