
Azioni europee: resilienza in un contesto di turbolenze commerciali globali innescate da dazi

Azioni europee | Maggio 2025



Paul Doyle
Responsabile azionario large cap Europa

- **I consumatori e le imprese statunitensi sentono la pressione dell'aumento dei tassi e dei dazi, ma l'attività economica di base resiste. Dai dati emergono segnali contrastanti ma non una vera e propria contrazione**
- **Se da un lato i dazi hanno causato tensioni commerciali, dall'altro hanno spinto a un riallineamento e a risposte politiche, creando ostacoli a breve termine e opportunità a lungo termine**
- **In Europa, un'integrazione più profonda, una maggiore attenzione alla competitività e la riduzione delle barriere commerciali interne potrebbero favorire le performance azionarie nel lungo periodo**

Stati Uniti

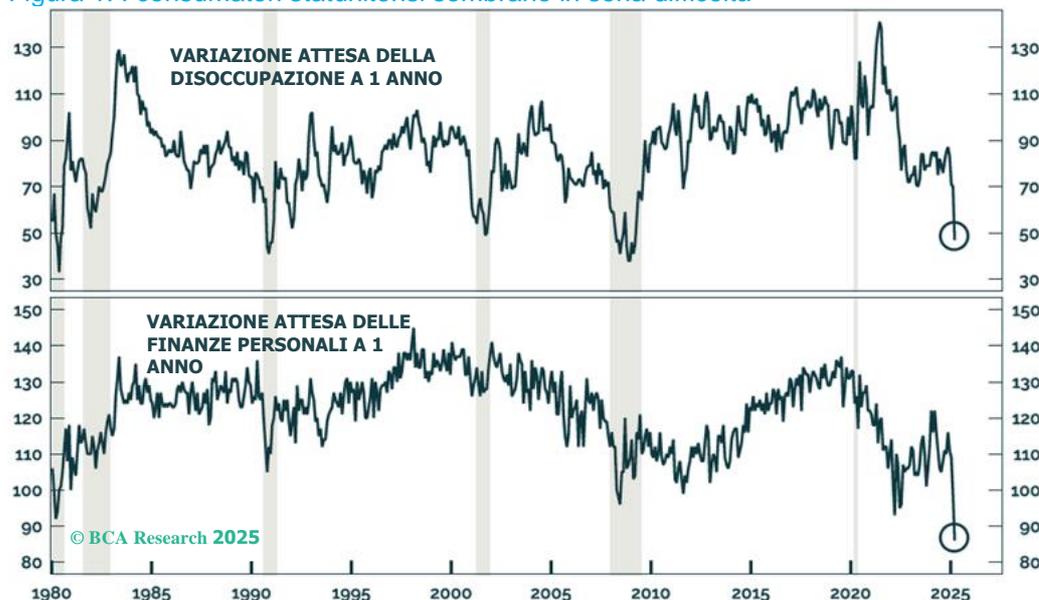
All'inizio del 2025 avevamo un posizionamento aggressivo sui mercati. Tuttavia, il bear steepening del mercato obbligazionario rappresentava un segnale pericoloso. Il suo significato è diventato chiaro: il dollaro, che solitamente beneficia delle tensioni commerciali globali, si è deprezzato e il mercato azionario statunitense, solitamente meno vulnerabile alle crisi commerciali rispetto all'Europa, ha sottoperformato. I titoli tecnologici statunitensi, che vendono servizi e non beni e sono quindi meno esposti al rischio di dazi, hanno registrato le performance peggiori. Le politiche commerciali del presidente Trump sono state il fattore scatenante della correzione, ma la causa dei movimenti del mercato va ricercata in tendenze in atto già da tempo: differenze di valutazione, politiche monetarie e fiscali divergenti, un rallentamento degli Stati Uniti e l'incrinarsi della narrativa sull'intelligenza artificiale (IA).

Le divergenze di valutazione sono diverse rispetto a quelle osservate durante la guerra commerciale di Trump del 2018. Dopo la sua vittoria alle elezioni del 2024, le aspettative sulla crescita statunitense sono aumentate e quelle sul resto del mondo sono diminuite. Ciò ha spinto

i prezzi degli attivi statunitensi su nuovi massimi, rendendoli vulnerabili a possibili delusioni. La spesa in disavanzo, che in passato aveva favorito gli attivi statunitensi, si sta ora riducendo. La Germania ha deciso di affrontare con determinazione il problema e aumenterà la propria spesa in disavanzo, dando all'Europa un vantaggio. Lo stesso vale per la politica monetaria: la Banca centrale europea (BCE) ha tagliato i tassi di 200 pb e potrebbe abbassarli ancora, mentre la Federal Reserve (Fed) ha un margine di manovra limitato a causa dell'inflazione, alimentata dai dazi. Ci vorrebbe un grave incidente finanziario o una recessione per costringere la Fed ad agire.

Finora i consumatori statunitensi sono stati protetti dagli aumenti dei tassi grazie ai risparmi accumulati durante la pandemia, che hanno rinviiato il rallentamento dal 2023 a quest'anno. Ora però i depositi bancari in percentuale del reddito disponibile sono tornati ai livelli precedenti la crisi sanitaria. Per le fasce di reddito più basse, i valori sono inferiori a quelli del 2019. Le famiglie contraggono prestiti ma attraversano difficoltà finanziarie: 10 milioni di americani sono in ritardo con i pagamenti dei prestiti studenteschi dopo la fine della moratoria quinquennale lo scorso settembre, mentre le morosità sulle carte di credito e i prestiti auto sono ai livelli del 2011, quando la disoccupazione era il doppio di quella attuale. Le banche stanno inaspresendo gli standard di erogazione dei prestiti e aumentando i tassi sulle carte di credito a livelli record. I consumatori sono in difficoltà (Figura 1).

Figura 1: I consumatori statunitensi sembrano in seria difficoltà



Fonte: University of Michigan/BCA Research, 2025. Le parti ombreggiate indicano le recessioni designate dal National Bureau of Economic Research.

La spesa dei consumatori stava rallentando anche prima dei dazi, con le morosità delle carte di credito e dei prestiti auto ai massimi degli ultimi 14 anni. I prezzi degli swap sul CPI indicano un aumento dell'inflazione al 3,5% fino a marzo, pertanto il reddito delle famiglie diminuirà. La creazione di posti di lavoro è stata solida a marzo, ma di solito lo è fino all'inizio di una recessione, e l'incertezza commerciale rallenterà la crescita dell'occupazione. A febbraio il tasso di posti di lavoro vacanti era al 4,5%. Il governatore della Fed Christopher Waller ha

dichiarato che un ulteriore calo provocherà un'accelerazione della disoccupazione. Le offerte di posti vacanti da parte dei maggiori datori di lavoro sono diminuite sia in marzo che in aprile.

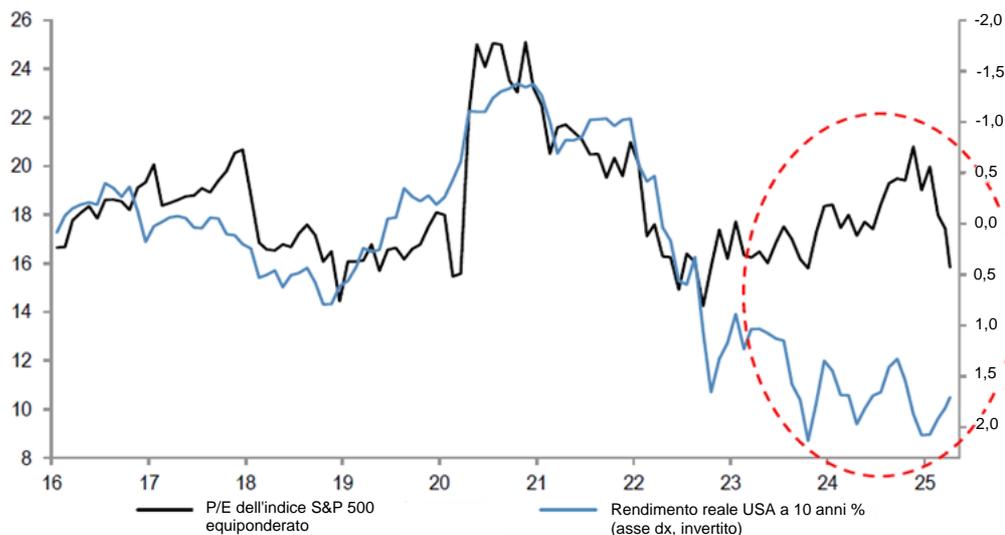
Sebbene Stati Uniti e Cina abbiano concordato dazi più bassi, anche se solo per 90 giorni, l'aliquota universale del 10% porta i dazi ai livelli più alti dagli anni Trenta. Considerata l'incertezza che queste politiche commerciali e tariffarie generano per le imprese, unitamente al maggiore pessimismo dei consumatori, le probabilità di recessione sono aumentate. I dati preliminari dell'indagine sul sentiment dei consumatori dell'Università del Michigan indicano aspettative di inflazione a un anno del 5% e a sei-dieci anni del 4%. Non proprio quello che la Fed vorrebbe sentirsi dire. I consumi privati rappresentano l'80% della crescita statunitense dal 2020, e dal 2022 le importazioni negli Stati Uniti sono esplose. Ciò nonostante, nel 2024 la spesa dei consumatori ha iniziato a rallentare. Il GDPNow della Fed di Atlanta relativo al 1° trimestre 2025 ha evidenziato un andamento piatto, un trend che trova riscontro anche nelle indagini sulla fiducia dei consumatori. L'incertezza sui dazi e la correzione azionaria difficilmente risolleveranno il sentiment dei consumatori, rafforzando la minaccia di stagflazione.

Le politiche commerciali sono state la causa scatenante del crollo dei listini, ma anche l'incertezza provoca nervosismo tra i dirigenti d'azienda. L'indagine del National Federation of Independent Business (NFIB) sulle piccole imprese mostra che solo il 13% intende aumentare la spesa in conto capitale e anche i dati sui piani di spesa rilevati dalle indagini regionali della Fed segnalano un calo. Il Citi Economic Surprise Index si è indebolito e l'indagine della Fed di Filadelfia sui nuovi ordini ha accusato il maggior calo di due mesi mai registrato. I dati dell'indice dei responsabili degli acquisti (PMI) di S&P del mese di marzo sono stati solidi, ma le aspettative per gli ordini futuri sono scese al minimo degli ultimi due anni. Le previsioni di disoccupazione sono aumentate e i piani di vacanza vengono annullati. I tassi di sfritto degli immobili ad uso ufficio hanno raggiunto livelli record. I casi di insolvenza nel settore immobiliare commerciale sono in aumento nei segmenti degli uffici e degli alberghi (e appartamenti), mentre l'attività edilizia nel settore manifatturiero ha smesso di crescere. Le condizioni sul mercato del lavoro non sono più tese, i lavoratori della fascia primaria d'età vengono licenziati e il mercato immobiliare è passato dalla scarsità all'eccesso di offerta. Le nuove case in vendita sono infatti aumentate al livello più alto dal 2009, con conseguente rallentamento degli investimenti nel segmento residenziale.

L'IA avrebbe dovuto rivoluzionare la produttività, ma i rivali cinesi all'egemonia statunitense, come DeepSeek, hanno messo in discussione questa tesi. Gli investimenti nel software rappresentavano un vantaggio competitivo per gli Stati Uniti, ma gli investitori si chiedono se ciò continuerà con l'IA, dove la concorrenza è molto più agguerrita: non c'è un singolo operatore in grado di imporsi, a differenza di quanto accaduto nel settore tecnologico statunitense dopo la crisi finanziaria mondiale. Ciò significa che alcune spese in conto capitale andranno sprecate. La domanda di data center in Cina si sta raffreddando e Microsoft ha tagliato gli investimenti.

I rendimenti obbligazionari tendono a scendere durante le recessioni, ma con l'inflazione allentare la politica monetaria diventa più complicato. Tra la crisi finanziaria mondiale e la pandemia l'inflazione è rimasta al di sotto del livello target del 2%. Da allora il CPI supera l'obiettivo, motivo per cui la Fed ha le mani legate. Gli investitori esteri detengono attualmente il 30% dei Buoni del Tesoro USA, ma i dazi li rendono diffidenti. Il deficit di bilancio si è aggirato intorno al 6%-7% per alcuni anni, nonostante la piena occupazione; dovrebbe scendere al 3% affinché il rapporto debito/PIL si stabilizzi, uno scenario poco probabile, visti i tagli fiscali previsti, e una recessione non farebbe altro che aggravare ulteriormente il disavanzo.

Figura 2: P/E dell'indice S&P 500 equiponderato vs rendimento reale USA



Fonte: IBES, aprile 2025

Per quanto riguarda le azioni, le valutazioni statunitensi sono ancora molto lontane dai minimi. Hanno raggiunto un rapporto prezzo/utili prospettico di 13,5 volte nel momento peggiore della pandemia e inferiore a 9 volte nel momento più critico della crisi finanziaria mondiale. Il P/E delle azioni statunitensi è attualmente di 20 volte, il che presuppone una crescita degli utili a doppia cifra quest'anno (Figura 2). Le recessioni, che solitamente riducono i profitti del 20% negli Stati Uniti (30% in Europa), iniziano in genere quando le economie si trovano in una situazione vulnerabile e si verifica uno shock. Una guerra commerciale costituisce uno shock di questo tipo: i dazi causano un aumento dei prezzi e un calo dei redditi, mentre l'inflazione riduce il margine di manovra per tagliare i tassi. A causa del ritardo dell'inflazione nell'ultimo decennio, il deflatore della spesa per consumi personali (PCE) durante il primo mandato di Trump era del 6% inferiore al livello che avrebbe dovuto raggiungere se l'inflazione fosse stata del 2% dopo la crisi finanziaria globale. L'inflazione è ora dell'1,2% al di sopra del trend. La Fed non può permettere che le aspettative di inflazione si disancorino. Dal momento che l'80% del commercio globale riguarda beni primari, intermedi e strumentali, i dazi faranno salire i costi dei fattori produttivi e ridurranno i profitti, aumentando i costi complessivi. Le preoccupazioni legate ai dazi hanno intensificato la correzione di azioni e obbligazioni, inasprando le condizioni finanziarie.

Una recessione negli Stati Uniti, qualora si verifici, difficilmente si rivelerà profonda, perché il settore privato non presenta squilibri paragonabili a quelli della crisi finanziaria mondiale. I problemi sono più gravi nel settore pubblico: i costi del debito pubblico sono decisamente aumentati rispetto al primo mandato di Trump. Ridurre il deficit sarà difficile dal punto di vista politico e impossibile se gli stabilizzatori automatici devono contrastare una recessione. Le assunzioni avvenute sotto l'amministrazione Biden, che erano tre volte il livello abituale, stanno invertendo la rotta. Dei 4,5 milioni di posti di lavoro creati negli ultimi due anni, il 70% è stato nel settore pubblico, rispetto a una media di lungo periodo del 28%.

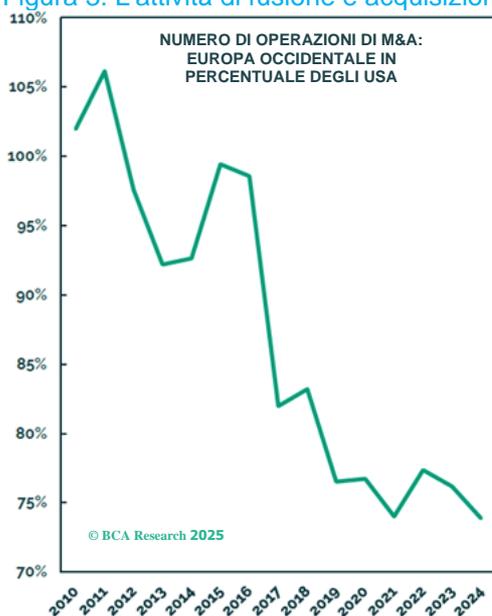
L'incognita potrebbe essere uno stimolo cinese. Le vendite di terreni sono deboli, quindi i problemi del mercato immobiliare persistono. I nuovi cantieri sono diminuiti del 70% rispetto al

2021 e solo il mercato secondario mostra segni di vita. Ma la produzione industriale, gli investimenti e le vendite al dettaglio sono più forti quest'anno, uno sviluppo che potrebbe essere legato all'anticipazione degli acquisti in vista dei dazi statunitensi. Le esportazioni cinesi verso gli Stati Uniti sono aumentate del 13,6% lo scorso anno; i volumi di container nel porto di Los Angeles sono cresciuti del 17% nel secondo semestre. I dazi statunitensi saranno dolorosi, ma metà delle esportazioni cinesi sono destinate ad altri mercati emergenti. La Cina ha registrato un surplus commerciale record nel 2024 e la sua quota di valore aggiunto manifatturiero è passata dal 10% al 30% in vent'anni, pertanto una guerra commerciale avrebbe conseguenze nefaste. Le azioni emergenti hanno sottoperformato nonostante il rimbalzo della Cina.

Europa

A causa degli ostacoli alle attività di fusione e acquisizione in Europa, le aziende della regione non sono riuscite a contrastare l'egemonia di quelle statunitensi. Se nel 2010 le operazioni in Europa superavano quelle degli Stati Uniti, oggi sono inferiori del 25% (Figura 3). La situazione deve cambiare se le aziende europee vogliono raggiungere dimensioni di scala. Anche se i dazi statunitensi sui beni europei sono stati dimezzati rispetto al 20% proposto, al 10% sono ancora nove volte superiori a quelli di inizio anno. Le esportazioni di automobili, dal canto loro, sono ancora soggette a un dazio del 25%.

Figura 3: L'attività di fusione e acquisizione è diminuita in Europa rispetto agli Stati Uniti



Fonte: Institute for Mergers, Acquisitions and Alliances / BCA Research, 2025

I dazi punitivi nei confronti della Cina hanno messo sotto pressione il terzo partner commerciale dell'Europa. Ciò significa che i beni cinesi precedentemente destinati al mercato statunitense sono stati reindirizzati verso l'Europa, generando deflazione, anche prima che le condizioni finanziarie si inasprissero con l'apprezzamento dell'euro, che da dicembre ha registrato un aumento del 10% rispetto al dollaro. Durante la guerra commerciale del 2018, l'euro e i rendimenti obbligazionari sono scesi. Non questa volta. La Banca centrale europea ha un margine di manovra per ridurre i tassi. Solo la Germania può aumentare il proprio debito

pubblico, ma in caso di shock, lo "Strumento per la Protezione della Trasmissione" (Transmission Protection Instrument o TPI) della BCE può limitare l'aumento degli spread.

Gli argomenti strutturali a favore dell'Europa stanno migliorando di fronte alla crisi scatenata da Trump. Gestirla unirà maggiormente l'Europa, che affronterà il problema della competitività sollevato da Mario Draghi lo scorso anno. L'Europa deve integrarsi per affrontare le questioni demografiche a lungo termine. L'invecchiamento della popolazione peggiora il rapporto tra occupati e pensionati. L'immigrazione è un problema, non solo dal punto di vista politico: i risultati scolastici e la partecipazione alla forza lavoro, anche per gli immigrati di seconda generazione, sono inferiori a quelli dei non immigrati (anche se il Regno Unito ottiene risultati migliori).

Conclusioni

Con l'elezione di Mark Carney in Canada, la priorità sarà quella di un accordo commerciale nordamericano, rimandando un accordo europeo al terzo trimestre, quando il danno sarà ormai fatto. L'invasione di prodotti cinesi a basso costo sul mercato europeo aggraverà la deflazione ed eventuali ritorsioni da parte dell'Europa non farebbero che peggiorare la situazione. Il piano di stimoli tedesco sarà d'aiuto: le recenti modifiche aggiungeranno l'1% alla crescita annuale. Tuttavia, l'output gap in Europa è ampio e sarà accentuato dalle turbolenze causate dai dazi. In vista della deflazione proveniente dalla Cina, la BCE potrebbe addirittura prendere in considerazione un programma di quantitative easing.

Considerata l'attuale imprevedibilità degli Stati Uniti, l'Europa deve approfondire altri legami commerciali, in particolare con il Regno Unito e la Svizzera. Le barriere non doganali tra i paesi europei, che equivalgono a una tassa del 44% sulle merci e a una del 110% sui servizi, sono un punto centrale. Ciò non basterà a salvare l'Europa nel breve termine, ma rafforzerà l'attrattiva di un investimento nelle azioni europee: riforme strutturali, maggiore integrazione del mercato unico e rinnovato sostegno monetario e fiscale.

Se gli Stati Uniti entrano in recessione, c'è un rischio di ribasso. Le imprese europee hanno passato 15 anni a orientarsi verso gli Stati Uniti, dove oggi si trova il 30% delle loro attività. Una lieve recessione ridurrebbe gli utili europei del 20%-30%, e per i ciclici del 30%-40%. A oltre il 17%, gli Stati Uniti sono la principale destinazione delle esportazioni europee. Le esportazioni rappresentano la metà del PIL europeo, contro l'11% degli Stati Uniti. E ci sono 23 milioni di posti di lavoro nel settore manifatturiero dell'eurozona contro i soli 13 milioni negli Stati Uniti. Le conseguenze di una guerra commerciale sarebbero quindi dolorose.

Se non diversamente specificato, tutti i dati sono di Bloomberg, aggiornati ad aprile 2025



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, sede legale: Claridenstrasse 41, 8002 Zurigo, Svizzera.

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.

columbiathreadneedle.com

5.25 | CTEA7991223.1