
La crescita in Europa è calata, ma la recessione negli Stati Uniti è solo rimandata

Azionario europeo | Giugno 2023



Paul Doyle
Responsabile azionario large cap Europa

- **A dispetto delle turbolenze bancarie e dei rialzi dei tassi, il mercato azionario si è dimostrato resiliente per via di aspettative di tagli prima della fine dell'anno**
- **Nonostante una recessione tecnica, le azioni europee hanno sovraperformato le loro omologhe statunitensi del 30% dall'autunno, interrompendo un decennio di sottoperformance**
- **L'eccesso di risparmio, la solidità finanziaria delle famiglie e il calo dei prezzi energetici sono fattori positivi per l'Europa**

La Federal Reserve statunitense ha portato i tassi da zero al 5-5,25% nel corso degli ultimi 15 mesi, mentre il rendimento del Treasury USA decennale è aumentato dall'1,5% dello scorso anno al 4,25%¹. Da allora ha evidenziato una flessione a causa del crollo di Silicon Valley Bank, Signature Bank e First Republic Bank.

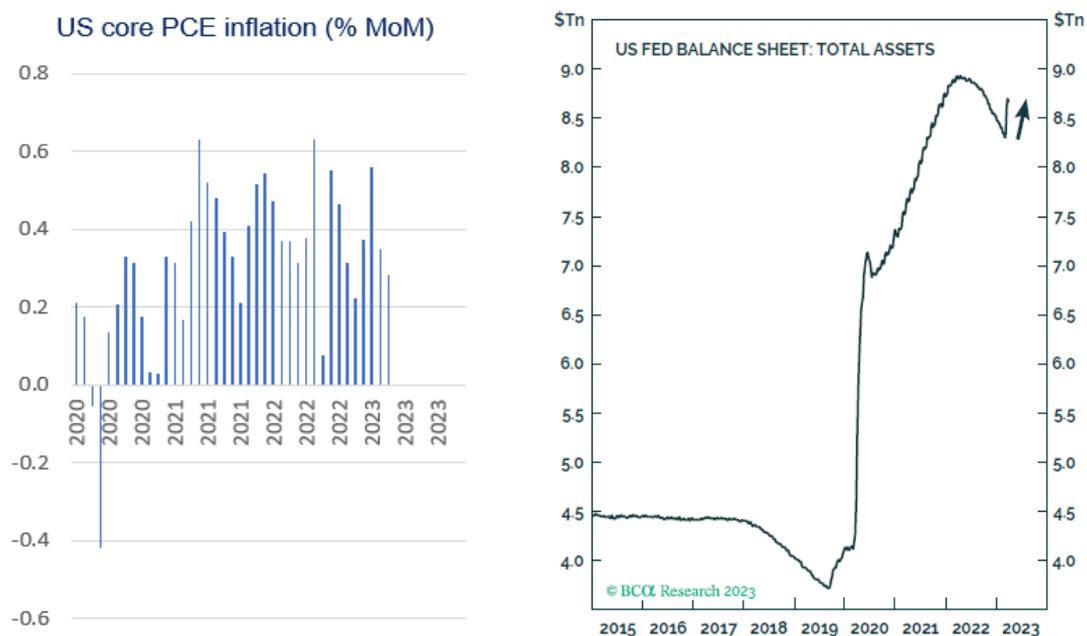
Le turbolenze nel settore bancario sono state solo il secondo evento imprevisto. I rialzi dei tassi e i rendimenti elevati avevano già causato perdite mark-to-market sulle obbligazioni, spingendo i depositanti statunitensi ad abbandonare le banche per rivolgersi ai fondi del mercato monetario. I listini azionari si sono mostrati resilienti, un comportamento ascrivibile ad aspettative di tagli dei tassi nel prosieguo dell'anno. Ma l'inflazione rimane ostinatamente alta: il PCE core statunitense, rappresentativo dei prezzi di beni e servizi acquistati dai consumatori, potrebbe superare il 3,5% a fine anno, ben al di sopra del target del 2%. Tuttavia, la Fed non sta rallentando i rialzi dei tassi, privilegiando altre leve per mantenere la stabilità bancaria (Figura 1).

¹ Bloomberg, a maggio 2023

Si osservano lunghi ritardi in entrambi i cicli di inasprimento e allentamento: occorrono in media 16 mesi dal momento in cui la Fed smette di alzare i tassi (e 10 mesi dopo il primo taglio dei tassi) prima che finisca una recessione. Quindi, anche se la Fed dovesse interrompere i rialzi adesso, l'effetto impiegherebbe mesi per manifestarsi.

In futuro questi aumenti avranno probabilmente un impatto sui prestiti, sulla redditività aziendale e sul mercato del lavoro. L'occupazione segue il ciclo dei profitti in quanto le aziende licenziano i lavoratori per tutelare gli utili; l'aumento della disoccupazione segnala una recessione. Non abbiamo ancora osservato un'evoluzione in questo senso, nonostante il tasso di disoccupazione abbia evidenziato un andamento piatto dall'estate 2022.

Figura 1: l'inflazione è al di sopra del target / la Fed sta usando il proprio bilancio per gestire le tensioni bancarie



Fonte: BCA Research, aprile 2023

Europa e Stati Uniti a confronto

Nonostante l'entrata in recessione (la crescita è stata del -0,1% sia nel quarto trimestre del 2022 che nel primo trimestre 2023²), le azioni europee hanno sovraperformato le loro omologhe statunitensi del 30% dallo scorso autunno³. Un inverno mite, il calo dei prezzi energetici e la riapertura della Cina hanno dato impulso agli indici PMI e agli utili dell'Eurozona, interrompendo la sottoperformance osservata dalla crisi finanziaria globale, effetto di una preferenza per i titoli value e dell'assenza di crescita strutturale. I prezzi in Europa non si sono raffreddati: a marzo l'inflazione complessiva e quella core hanno toccato lo 0,9% e l'1,2% su base mensile, pertanto i rialzi dei tassi d'interesse proseguiranno.

Inoltre, molti dei problemi che interessano il settore bancario statunitense non esistono in Europa: le banche europee sono più forti di quanto non lo fossero durante la crisi finanziaria globale, non devono fare i conti con una crisi di solvibilità e non sono esposte al rischio di tasso d'interesse (il crescente costo del capitale semplicemente rallenterà la crescita economica e

² The Guardian, Eurozone sinks into recession as cost of living crisis takes toll, 8 giugno 2023

³ Bloomberg, ad aprile 2023

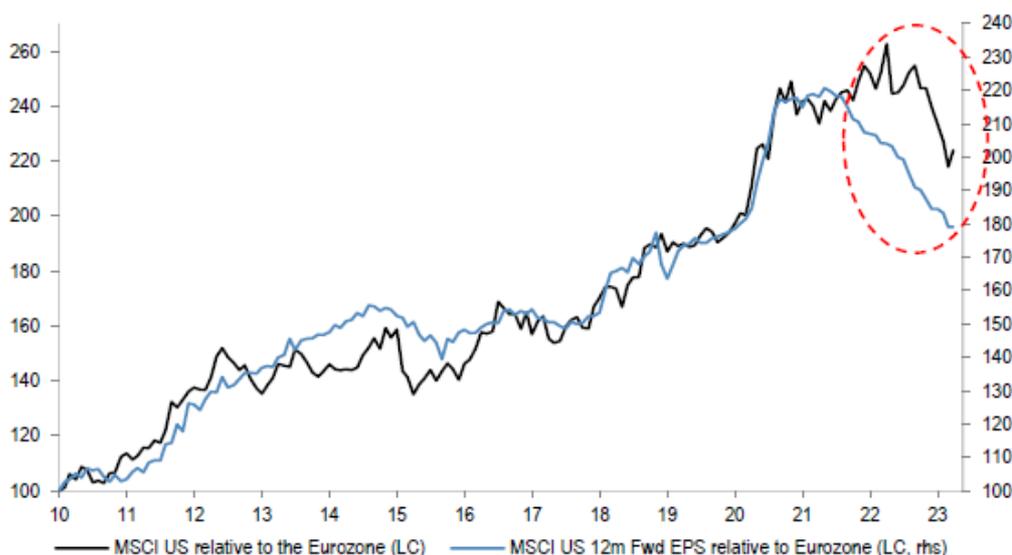
l'inflazione); i portafogli obbligazionari delle banche europee sono più contenuti; il quantitative easing in Europa prosegue mentre gli Stati Uniti hanno iniziato un ciclo di inasprimento; l'esposizione al debito rappresenta il 17% dei depositi europei rispetto al 25% negli Stati Uniti⁴, il che significa che le banche europee possono sostenere maggiori deflussi prima di dover vendere obbligazioni.

Dal punto di vista dei mercati, anche se l'Europa ha sovraperformato gli Stati Uniti negli ultimi sei mesi, i mercati statunitensi restano onerosi a oltre 18 volte il P/E prospettico. Un tasso privo di rischio del 5% e un rendimento delle obbligazioni decennali statunitensi al di sopra del dividend yield USA di certo non aiutano. Per quanto riguarda il raffronto tra dividendi e rendimenti obbligazionari, l'Europa offre un panorama più interessante. Il premio al rischio azionario è al minimo da 15 anni, lasciando poco spazio a shock negativi; nonostante margini resilienti, la crescita degli utili è scarsa.

I titoli industriali hanno registrato un rally dall'autunno con l'avvicinarsi dell'ultimo rialzo dei tassi. Secondo alcuni ci troviamo all'inizio di un nuovo ciclo, ma noi abbiamo qualche dubbio al riguardo. Nell'azionario, la leadership settoriale è difensiva sia prima che dopo un cambiamento nel ciclo; ciò significa titoli con caratteristiche obbligazionarie come quelli appartenenti ai settori tecnologico, della sanità e dei beni di prima necessità. La tecnologia ha sovraperformato e sta scontando eccessivamente il previsto calo dei rendimenti.

Il prezzo del settore tecnologico è ai massimi storici. Neutrale a livello settoriale, l'Europa appare più conveniente degli Stati Uniti di oltre una deviazione standard: gli Stati Uniti hanno quindi sottoperformato per un motivo (Figura 2). Il Regno Unito continua ad apparire eccezionalmente conveniente, con il dividend yield più elevato, una distribuzione del 40% e un beta inferiore a 1 rispetto all'MSCI World Index⁵.

Figura 2: utili per azione USA rispetto a Eurozona e performance relativa



⁴ European Central Bank Lending Survey (indagine sui prestiti bancari della BCE), 2023

⁵ Institutional Brokers' Estimate System (IBES), aprile 2023

Fonte: IBES, aprile 2023

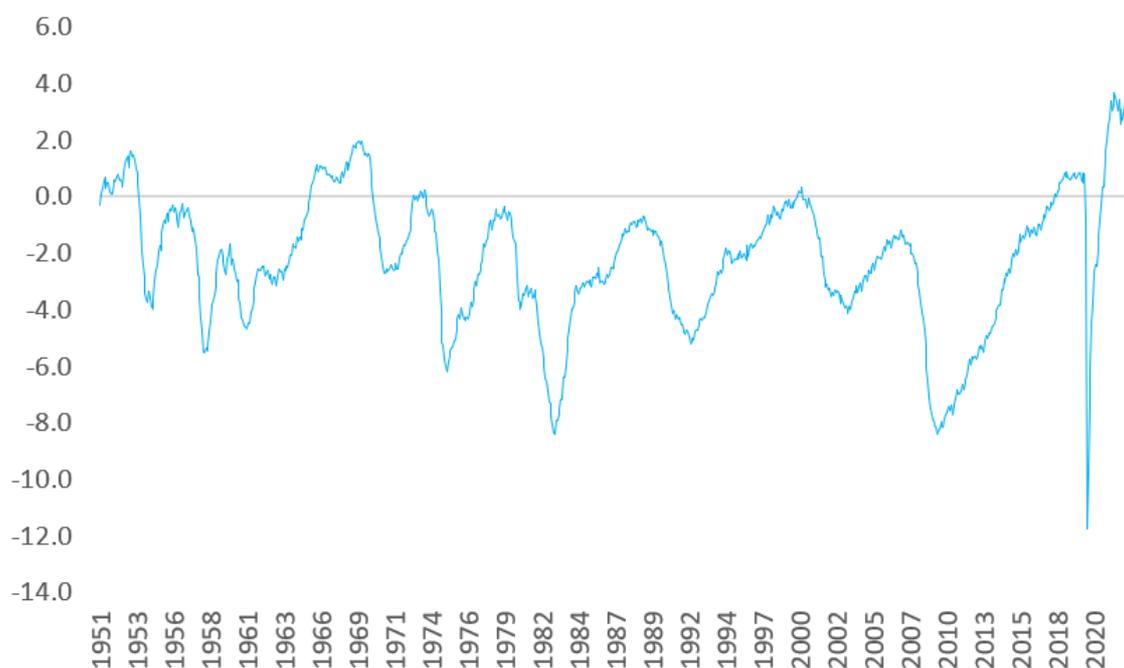
I titoli value tendono a sottoperformare quelli growth quando i rendimenti obbligazionari scendono. In generale, non passano più di sei mesi tra il momento in cui il tasso di disoccupazione raggiunge il livello più basso e l'inizio della recessione. Ci siamo quasi.

Il futuro

Ultimamente, i titoli delle e-mail dei broker annunciano l'arrivo di uno scenario ideale (il cosiddetto scenario "Goldilocks"). È vero, l'inflazione sta calando, la disoccupazione è ai minimi e le banche centrali sono prossime alla fine dei rialzi dei tassi d'interesse. Ma il calo dell'inflazione potrebbe indicare che l'eccesso di domanda legato agli extra-risparmi accumulati durante la pandemia (che hanno sostenuto l'economia) sta diminuendo. Se ciò dovesse influenzare la curva dell'offerta, la disoccupazione potrebbe aumentare e la produzione diminuire, innescando uno shock di mercato.

Il numero di posti di lavoro vacanti è in calo ormai da tempo, ma il tasso di disoccupazione è basso. In precedenza, quando i posti vacanti diminuivano la disoccupazione saliva. La differenza oggi sta nel divario venutosi a creare all'indomani della pandemia tra posti di lavoro e lavoratori, tra domanda e offerta di lavoro, che ha raggiunto un massimo di quasi il 4% all'indomani del Covid (Figura 3). In uno stato di piena occupazione, le aziende competono per i lavoratori offrendo retribuzioni più elevate. Se non c'è una crescita di produttività, la domanda alimenta l'inflazione di stipendi e prezzi.

Figura 3: il divario tra posti di lavoro e lavoratori ha raggiunto un massimo storico nel 2022 negli



Stati Uniti

Fonte: BCA Research, aprile 2023. Il divario tra posti di lavoro e lavoratori corrisponde alla differenza tra domanda di manodopera (somma di offerte di lavoro e lavoro in ambito civile) e offerta di manodopera (forza lavoro civile) espressa come percentuale dell'offerta di manodopera.

Normalmente, quando la domanda di manodopera si indebolisce, i posti di lavoro vacanti e la crescita dei salari scendono. Essendoci stato un eccesso di domanda di manodopera, il calo dei posti vacanti non ha intaccato la fiducia nella ricerca di nuovi posti di lavoro. Il PIL, che è legato alla crescita dell'occupazione, è rimasto positivo nonostante il rallentamento della domanda. Questo rallentamento fa abbassare l'inflazione, da cui i titoli che annunciano uno scenario "Goldilocks".

Il problema è quando il calo della domanda incontra l'offerta aggregata: se la domanda continua a scendere ciò avrà un impatto su posti di lavoro e produzione, innescando una recessione. Questo probabilmente si verificherà con l'indebolimento del mercato immobiliare dovuto ai rialzi dei tassi d'interesse e a criteri di concessione dei prestiti più rigidi, pertanto l'eccesso di risparmio accumulato durante la pandemia si sta assottigliando. La forza tattica delle azioni USA potrebbe non durare: la recessione del Paese è stata rimandata, non scongiurata.

In Europa, i flussi di credito hanno indebolito la crescita economica, analogamente a retribuzioni e occupazione. Ma grazie all'eccesso di risparmio, alla solidità finanziaria delle famiglie, al calo dei prezzi energetici e all'allentamento della politica fiscale – con l'avvio del piano NextGenerationEU – questa recessione non sembra troppo profonda.



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 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.