

---

# In Europa non è necessario che i tassi d'interesse salgano ancora di molto

---

## Azionario Europa | Marzo 2023

---



**Paul Doyle**

Responsabile azionario large cap Europa

- **L'Europa ha agito tempestivamente per ridurre la sua dipendenza dall'energia russa e l'inflazione è scesa, ma non tornerà ai livelli precedenti**
- **In Europa emergono accenni di ripresa e una domanda potenzialmente significativa di beni durevoli, ma i segnali sono contrastanti**
- **Ci aspettiamo che la Banca centrale europea alzi i tassi meno di quanto previsto dal mercato e riteniamo che i prezzi delle azioni mantengano un margine di rialzo residuo**

Si dice che la necessità aguzza l'ingegno, e l'Europa ha agito senza indugio per allentare la sua dipendenza dal gas russo. Il caroenergia ha indotto le famiglie a ridurre il consumo di energia abbassando i termostati, e anche le aziende hanno consumato meno gas, pur preservando la produzione. Inoltre, l'Europa è stata aiutata dall'inverno mite. Per ovviare ai problemi di fornitura, la Germania ha costruito i suoi primi cinque terminal galleggianti di gas naturale liquefatto (LNG)<sup>1</sup> e il gas norvegese sta arrivando per la prima volta in Polonia<sup>2</sup>.

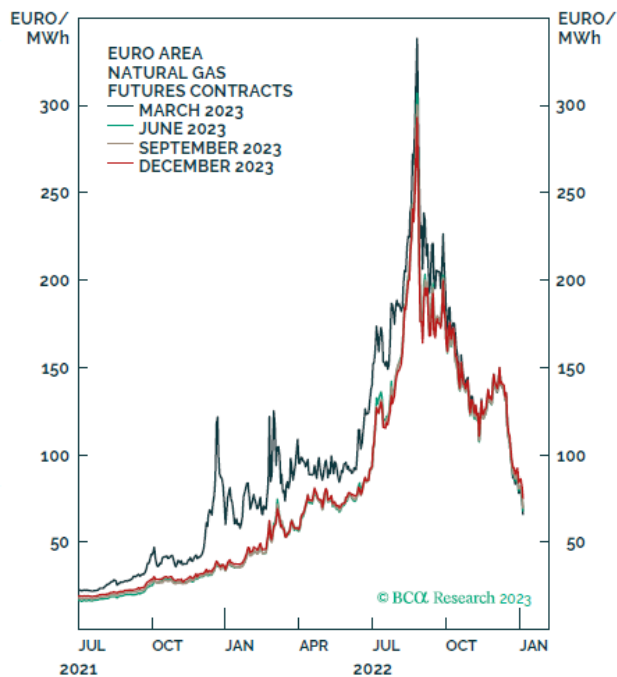
L'alleviarsi dell'emergenza ha fatto crollare i prezzi del gas (Figura 1), spingendo al ribasso l'inflazione e sollevando la fiducia delle imprese: tutti fattori positivi per le azioni. L'inflazione europea è stata causata dai problemi alle catene di approvvigionamento legati alla pandemia, esacerbati dagli effetti della guerra in Ucraina. Prevediamo che l'inflazione dei prezzi al consumo scenderà al 3%-4% entro la fine dell'anno, favorendo l'economia europea.

---

<sup>1</sup> Reuters, *Germany says fifth floating LNG terminal to be built by end of 2022*, 19 luglio 2022

<sup>2</sup> Euronews, *Norway-Poland gas pipeline opens in key move to cut dependency on Russia*, 27 settembre 2022

Figura 1: Area euro: prezzi del gas naturale



Fonte: Intercontinental Exchange, Ice Futures Limited, gennaio 2023

A più lungo termine, riteniamo che l'inflazione non tornerà ai livelli del 2% a cui eravamo abituati da 20 anni, ma rimarrà più vicina al 4%. Questo è dovuto a una serie di motivi, tra cui la carenza di materie prime dopo anni di bassa spesa in conto capitale, la riapertura dell'economia cinese grazie alla riduzione dei contagi da Covid, l'invecchiamento della popolazione europea, i sussidi europei per la transizione verde, la deglobalizzazione e le tensioni militari in Europa. Tutto questo porterà a un aumento dei rendimenti obbligazionari e a una maggiore volatilità di mercato, con un conseguente abbassamento dei multipli P/E (prezzo/utili) rispetto al recente passato.

### Segnali contrastanti sulla forza dell'economia

In Europa emergono accenni di ripresa, ma i segnali sono contrastanti. Il miglior indicatore anticipatore è l'offerta di moneta, che sembra diminuire ulteriormente. Se l'inflazione si ridurrà come prevediamo, la domanda aumenterà. In Europa vi sono ampi margini di incremento della domanda di beni durevoli, a differenza degli Stati Uniti, dove la domanda ha già superato i livelli pre-pandemia.

Un altro fattore positivo è la fine della politica zero Covid della Cina. Il paese assorbe l'8% delle vendite europee<sup>3</sup>, facendo dell'Europa il suo secondo partner commerciale dopo il Sud-Est asiatico. Man mano che i contagi da Coronavirus in Cina diminuiscono e i consumatori ricominciano a viaggiare, la spesa per consumi aumenterà. I problemi alle catene di

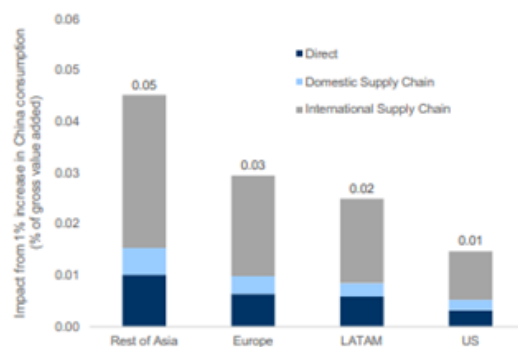
<sup>3</sup> Morgan Stanley Research, giugno 2022

approvvigionamento si attenueranno e il rafforzamento della domanda cinese ridurrà la pressione a svalutare il renminbi. Anche questi sviluppi depongono a favore dell'Europa.

I settori europei più esposti alla Cina sono i semiconduttori, i materiali, i beni di lusso, l'energia e le automobili. La Cina rappresenta un quarto della domanda di semiconduttori e il 16% di quella dei beni di lusso<sup>4</sup>.

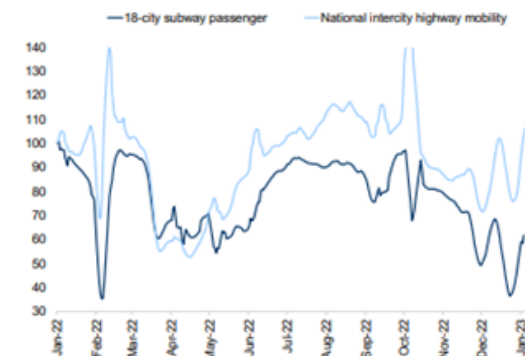
Figura 2: La Cina in quattro grafici

**Exhibit 1: The European economy is more exposed to a China consumption recovery than other non-Asia regions**



Source: WID, Morgan Stanley Research. Note: Gross value added (GVA) assesses the output of an economy, based on the production approach of the national accounting system, and the sum of GVA plus taxes on products minus subsidies on products is equal to GDP.

**Exhibit 2: Mobility metrics are starting to recover across China**



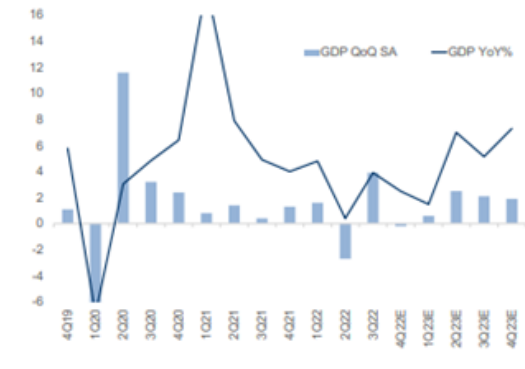
Source: CEIC, WIND, Morgan Stanley Research

**Exhibit 3: We forecast a sharp recovery in China household consumption in 2023 ...**



Source: NBS, Morgan Stanley Research Estimates (E)

**Exhibit 4: ... with GDP growth picking up sharply from 2Q onwards**



Source: NBS, Morgan Stanley Research Estimates (E)

Fonte: Stime Morgan Stanley Research, gennaio 2023

### Il maggior sconto di valutazione di sempre

Passando alle azioni, le valutazioni (compresa l'Europa) appaiono ragionevoli dopo le flessioni del 2022. Lo sconto di valutazione tra le azioni europee e quelle statunitensi non è mai stato così ampio. I P/E basati sugli utili dei prossimi 12 mesi sono pari a 10x in Europa e a 17x negli Stati Uniti<sup>5</sup>. Le aziende statunitensi possono essere più redditizie di altre, ma una Cina più forte e un dollaro USA più debole spingeranno al rialzo le valutazioni al di fuori degli Stati Uniti.

<sup>4</sup> Morgan Stanley Research, giugno 2022

<sup>5</sup> Bloomberg, febbraio 2023

Nell'improbabile evenienza che le azioni europee perdano quota quest'anno, sarà a causa della compressione degli utili.

### **Diversa è la situazione degli Stati Uniti**

Il tasso d'interesse neutrale è il tasso d'interesse equivalente alla quantità di investimenti che un paese effettua con i suoi risparmi. Tutto ciò che riduce i risparmi o aumenta gli investimenti fa salire il tasso d'interesse neutrale. Il livello più alto si registra negli Stati Uniti, il che significa che l'economia statunitense può tollerare tassi d'interesse più elevati rispetto ad altri paesi.

Negli Stati Uniti, il tasso neutrale si attesta su livelli bassi dalla crisi finanziaria globale: le famiglie e le aziende erano intente a ripagare i debiti, e ciò ha causato un eccesso di risparmio che ha abbassato il costo del denaro. La globalizzazione e gli extra-risparmi in altre parti del mondo hanno accentuato questo fenomeno. Queste dinamiche stanno ora invertendo rotta, motivo per cui il tasso d'interesse neutrale sta salendo. L'invecchiamento demografico comporta un aumento dell'indice di dipendenza, ossia della percentuale di popolazione in età non attiva e rispetto alla popolazione attiva. Pertanto, la produzione diminuirà rispetto alla spesa, e questo ha un impatto inflazionistico.

La spesa per interessi del governo degli Stati Uniti aumenterà, così come in altri paesi, fino forse a raggiungere i livelli dei primi anni '90. A più lungo termine, l'aumento del costo del capitale ridurrà il rischio sistemico nelle economie e nei mercati dei capitali, in quanto la leva finanziaria e l'allocazione inefficiente del capitale saranno penalizzate. Nel frattempo, la guerra in Ucraina dovrebbe accelerare gli investimenti nelle energie rinnovabili, potenziando la produttività in Europa.

Nel breve termine, i rischi per i prezzi degli attivi statunitensi (azioni e obbligazioni) persistono, in quanto il rallentamento dell'inflazione fa aumentare i salari reali. La crescita dei salari nominali si manifesterà con uno sfasamento temporale rispetto all'inflazione, data la rigidità del mercato del lavoro statunitense. L'aumento dei salari reali incoraggia la spesa al consumo, per cui l'economia potrebbe surriscaldarsi, determinando uno scenario pericoloso, poiché la Federal Reserve statunitense sarebbe costretta ad alzare nuovamente i tassi e le azioni non reagirebbero bene.

### **I rischi inflazionistici sono in calo**

Ci aspettiamo che la Banca centrale europea non alzi i tassi nella misura prevista dal mercato. Il tasso d'interesse neutrale europeo è basso, molto più basso che negli Stati Uniti. L'economia europea è troppo fragile per resistere ai rialzi dei tassi operati dalla Fed. Il tasso neutrale reale in Germania è intorno allo zero, mentre in Italia è negativo. La Germania potrebbe sopravvivere con tassi del 2,5%; l'Italia no.

Riepilogando, l'inflazione in Europa è stata causata da uno shock sul lato dell'offerta, ma è stata scongiurata una spirale salari/prezzi. In Europa non è necessario che i tassi aumentino di molto, il che significa che i prezzi delle azioni beneficiano ancora di un margine di rialzo residuo.



## 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.**