

---

# Sviluppi positivi per l'Europa, ma il Medio Oriente potrebbe essere un problema

---

Azioni europee | Maggio 2024

---



**Paul Doyle**  
Responsabile azionario large cap Europa

- **L'inflazione è un problema persistente negli Stati Uniti per via della carenza di manodopera, in Europa invece è un fattore molto meno rilevante**
- **L'attività europea è fiacca, ma è probabile che si riprenda, dato che i consumi sono ben sostenuti**
- **La Cina è più conveniente ma lacerata dalle sfide del mercato immobiliare**

Le aspettative di crescita sono migliorate da quando a dicembre Jerome Powell, presidente della Federal Reserve statunitense, ha assunto toni più accomodanti, ai quali è seguito un allentamento delle condizioni finanziarie. Ora però ci si attende un'inflazione maggiore: i margini societari sono sotto pressione, quindi i prezzi aumentano mentre la crescita dei salari insiste su livelli elevati.

Il tasso swap sull'inflazione è tornato ai massimi da ottobre 2023. L'ultima volta che è stato così alto, l'S&P 500 si trovava a 4200; ora tocca quota 5200.<sup>1</sup>

C'è uno scollamento tra il mercato e i futures sui Fed fund. Gli effetti della politica monetaria statunitense tardano a manifestarsi (Figura 1) a causa del debito societario e dei mutui a tasso fisso a lungo termine nonché della generosità fiscale. Ma i tassi di interesse elevati finiranno per farsi sentire. La crescita del credito è debole sia negli Stati Uniti sia in Europa. I tassi di insolvenza sui prestiti al consumo e sui mutui ipotecari statunitensi, nonché i tagli di posti di lavoro sono in aumento (Figura 2). Fatta eccezione per i Magnifici Sei<sup>2</sup>, gli utili del primo trimestre sono diminuiti dell'11% rispetto all'anno precedente.

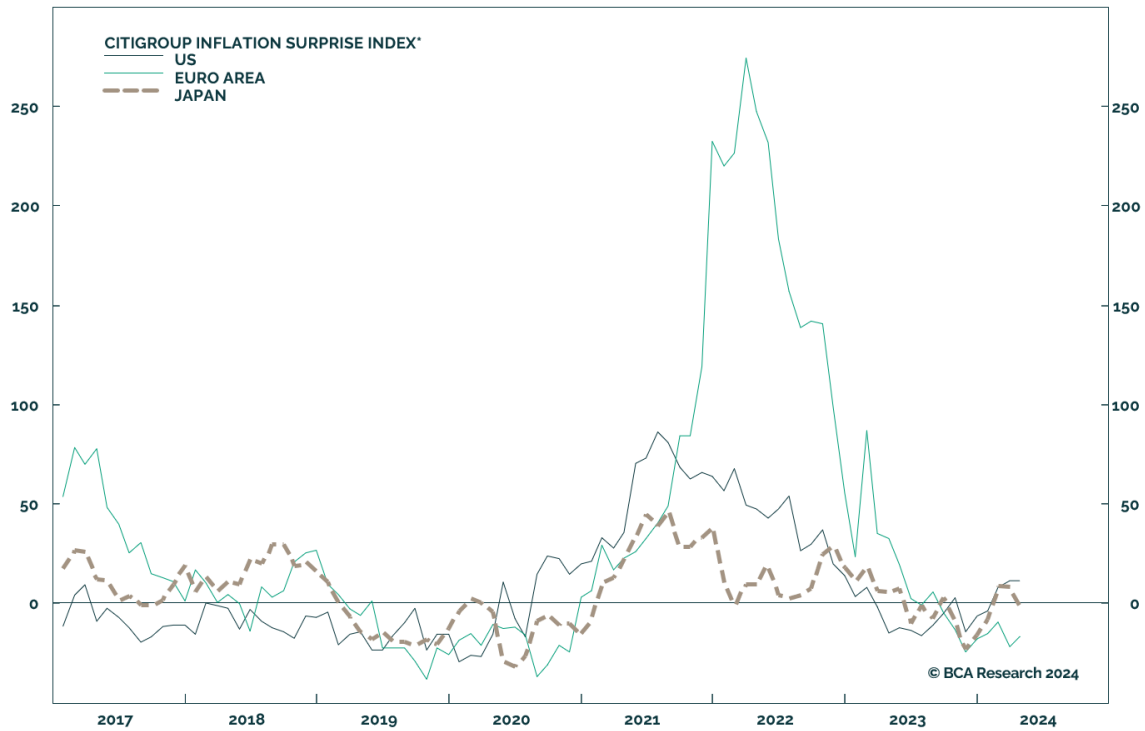
---

<sup>1</sup> Tutti i dati di mercato sono di Bloomberg, ad aprile 2024, se non diversamente indicato

<sup>2</sup> Alphabet, Amazon, Apple, Meta, Microsoft e Nvidia. Tesla sta registrando una performance deludente nel 2024

Raramente si era visto un premio per il rischio azionario così basso. I mercati hanno anticipato la Fed. Il mercato delle opzioni suggerisce che la probabilità di una flessione di almeno il 20% non è mai stata tanto bassa. L'indicatore di probabilità di recessione di JP Morgan è ai minimi storici.<sup>3</sup> Il divario tra il credito BBB e B è il più basso dal 2007, a suggerire un picco di noncuranza.

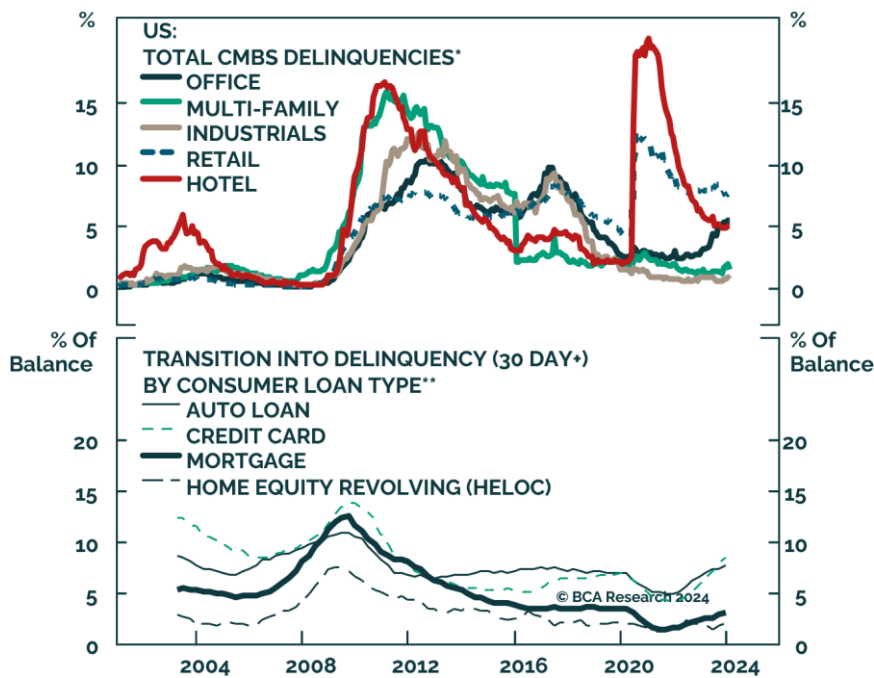
Figura 1: L'inflazione sorprende al rialzo



Fonte: Citi Group Global Markets Inc, aprile 2024

<sup>3</sup> JP Morgan, Indicatore di probabilità di recessione, marzo 2024

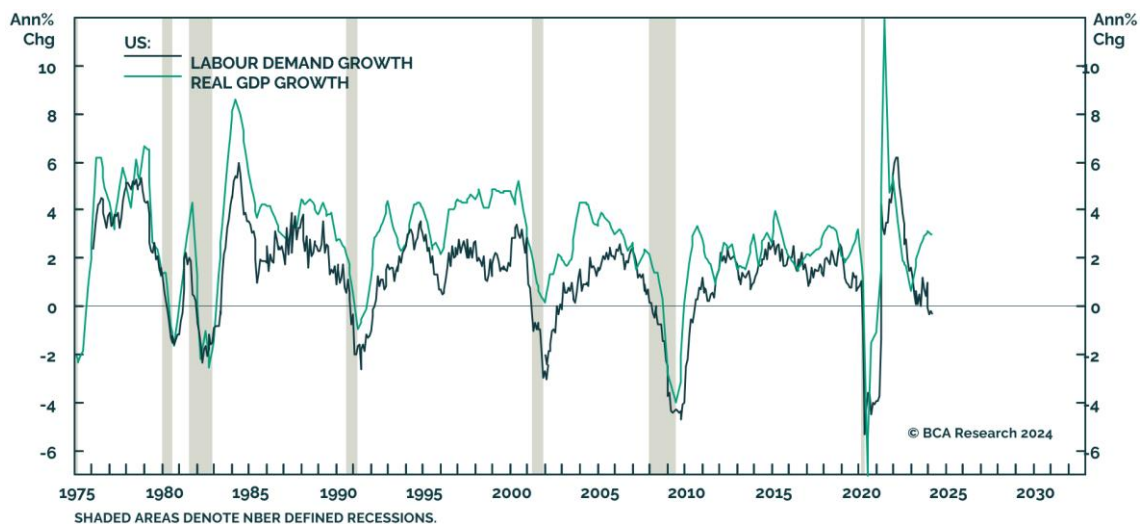
Figura 2: Le insolvenze sono in aumento



Fonte: Federal Reserve Bank di New York. \*fonte: Moody's Investors Service, Trepp e LCC. \*\*indicato come un totale mobile a quattro trimestri

Perché si verifichi una recessione, è necessario che l'offerta di manodopera si contragga (cosa improbabile data l'immigrazione) o che la domanda di manodopera si contragga così bruscamente da ripristinare il normale rapporto tra domanda e offerta. Se la domanda di manodopera continuerà ad indebolirsi, la recessione potrebbe non sembrare tale: il calo della domanda implica una pressione sugli utili, ma se è accompagnato da una moderazione dell'inflazione salariale i margini potrebbero non risentirne. Ciò suggerisce un mercato azionario che oscilla nel range o appena al di sotto, dopo il rally recente. L'euforia per la tecnologia e l'intelligenza artificiale è tale che qualsiasi delusione potrebbe avere conseguenze peggiori.

Figura 3: Per la prima volta in 50 anni gli Stati Uniti sono entrati in una recessione della domanda di manodopera senza una recessione del PIL



Fonte: BCA Research, 2024. NBER: National Bureau of Economic Research

L'impennata dell'inflazione nel 2022 non può ripetersi senza essere scontata nelle aspettative. Per questo motivo la Fed deve essere prudente. Il deflatore della spesa per consumi personali (PCE) è tornato al punto in cui sarebbe stato se l'inflazione fosse stata in media del 2% dalla crisi finanziaria (prima della pandemia era inferiore). Quindi la Fed ha già esaurito ciò che era in suo potere perché non ha raggiunto il suo target per molti anni e lo ha superato dopo la pandemia. Ora deve riportare le aspettative di inflazione al 2%.

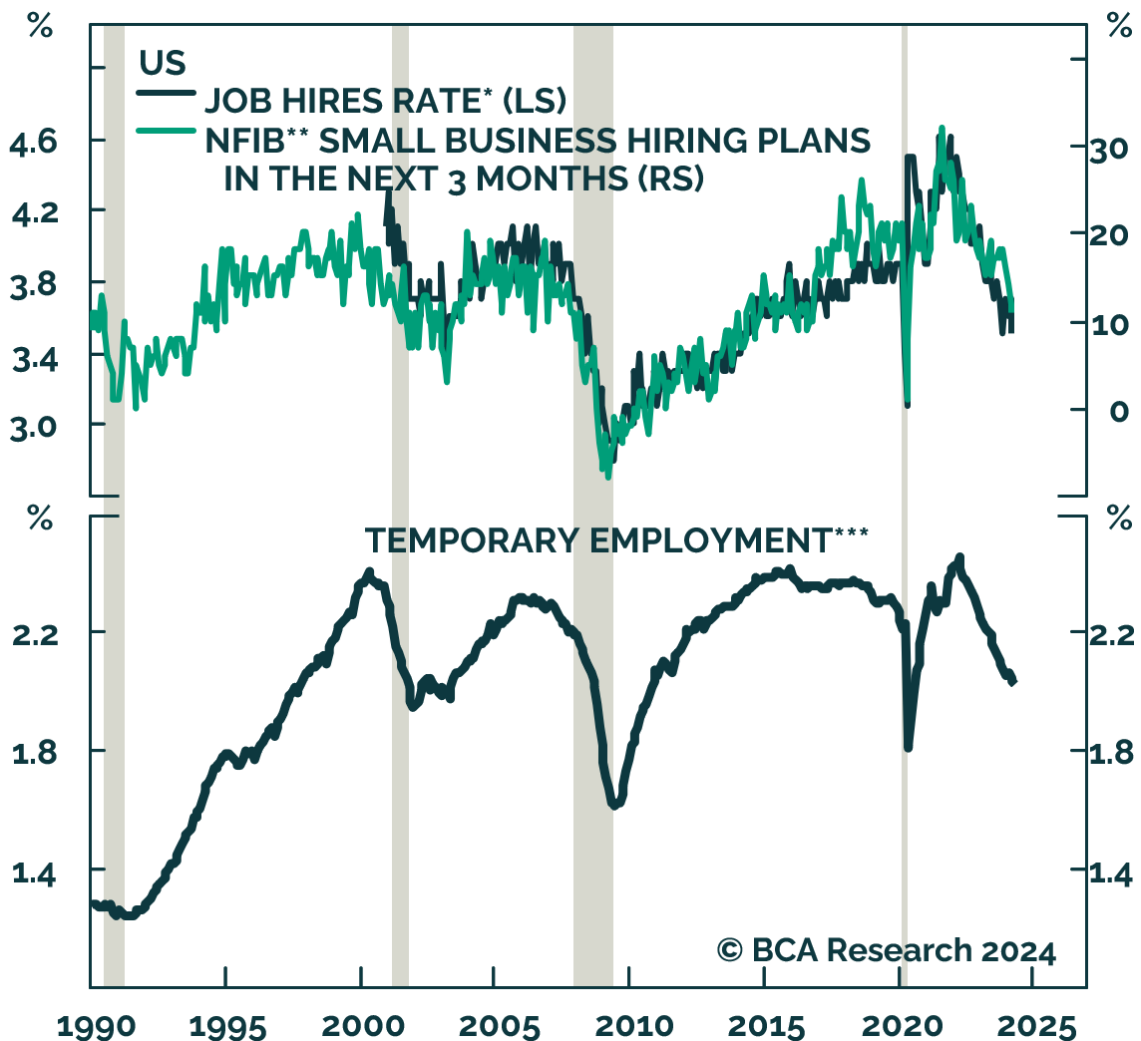
L'aumento dei prezzi azionari e immobiliari sta rafforzando la ricchezza delle famiglie e la fiducia dei consumatori. La politica fiscale rimane generosa: lo scorso anno il deficit di bilancio degli Stati Uniti ha superato il 6% del PIL.<sup>4</sup> La spesa in conto capitale è in piena espansione nel settore manifatturiero per via del processo di onshoring. Il settore manifatturiero si sta stabilizzando. Ma il CPI (indice dei prezzi al consumo) e il PPI (indice dei prezzi alla produzione) stanno entrambi sorprendendo al rialzo - da qui la necessità di vigilanza da parte della Fed. La crescita dei salari continua però a essere moderata e la creazione di posti di lavoro, il tasso di dimissioni e la disponibilità di manodopera si stanno attenuando.

Prima di iniziare a licenziare, le aziende smettono di assumere; e il tasso di assunzione è ai minimi da sei anni. L'occupazione a tempo determinato è un indicatore anticipatore delle intenzioni sul mercato del lavoro ed è tornata ai livelli del 2010 (Figura 4). I prestiti bancari stanno rallentando, l'offerta di moneta si sta riducendo e i fallimenti aziendali sono in aumento.

---

<sup>4</sup> Congressional Budget Office, 2023

Figura 4: I cali del tasso di assunzione e dell'occupazione a tempo determinato sono coerenti con un deterioramento del mercato del lavoro



Fonte: BCA Research, 2024. \* Job Openings and Labor Turnover Survey (JOLTS), Bureau of Labor Statistics (BLS). L'aumento del tasso di assunzione registrato a maggio e giugno 2020 è sceso al 4,5%. \*\* National Federation of Independent Business. \*\*\* BLS. Persone impiegate a tempo determinato come quota dell'occupazione totale non agricola nel settore privato. Nota: Le aree grigie indicano le recessioni registrate dal NBER

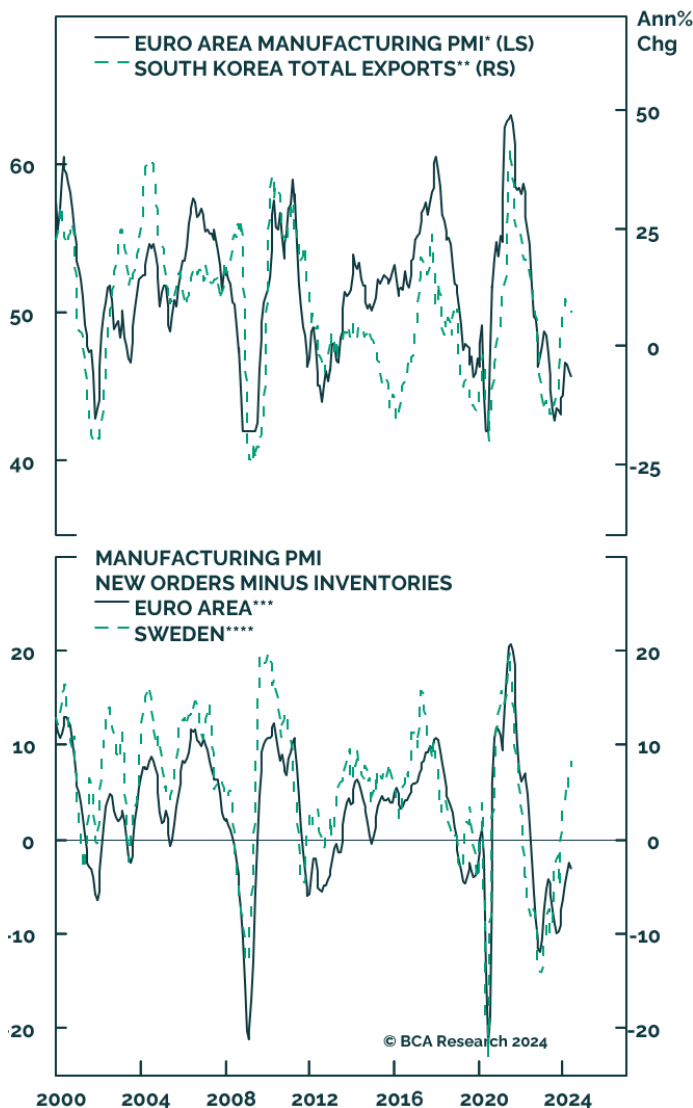
Nel frattempo, le morosità relative alle carte di credito e ai prestiti per automobili sono salite ai livelli più alti dal 2012, un dato sorprendente se si considera che il tasso di disoccupazione all'epoca era superiore all'8%, contro il 3,9% attuale. Questo perché il tasso di interesse medio sul debito delle carte di credito è del 21%, il più alto di sempre, quindi i saldi sono più alti del 15% rispetto a un anno fa; e il 40% del reddito degli acquirenti di case recenti è destinato al pagamento delle rate del mutuo, il tasso più alto degli ultimi 40 anni. Il tasso di risparmio personale è sceso al 3,8%, la metà del livello raggiunto nel 2019.<sup>5</sup>

<sup>5</sup> La fonte di tutti i dati è BCA Research, 2024

## Europa

In Europa, il PIL reale è rimasto invariato nel quarto trimestre e non è aumentato quasi per nulla in tutto il 2023. Il PIL tedesco si è effettivamente contratto; l'abbandono del gas russo a basso costo e l'introduzione di politiche net zero hanno comportato un prezzo da pagare. L'Europa meridionale è andata meglio. Il settore manifatturiero sta migliorando (Figura 5). Ma i dati rimangono perlopiù contrastati. L'indice del sentiment economico della Germania elaborato dal ZEW sta migliorando e l'indagine IFO sulle imprese ha ormai toccato il punto di minimo, mentre l'indice di fiducia economica dell'UE evidenzia un andamento laterale.

Figura 5: Qualche spiraglio per l'industria manifatturiera europea



Fonte: BCA Research, 2024. \* S&P Global. Troncato a 42 ai fini della presentazione. \*\* In dollari USA. Mostrato come media mobile a tre mesi. \*\*\* S&P Global. Mostrato come media mobile a tre mesi. \*\*\*\* Swedbank e Sif. Mostrato come media mobile a tre mesi.

Benché deludente, l'andamento dell'inflazione europea evidenzia una continua tendenza discendente, con conseguente aumento dei salari reali e della fiducia dei consumatori. Mentre i

consumatori statunitensi hanno speso i risparmi in eccesso accantonati durante la pandemia, i consumatori europei possono ancora contare sui loro, il che si traduce in un potenziale di rialzo per la spesa al consumo in Europa.

Ma non è tutto rose e fiori: le banche hanno inasprito gli standard di erogazione dei prestiti, l'offerta di moneta si sta riducendo e l'impulso al credito rimane negativo. L'Europa meridionale è quella che ha registrato i risultati migliori negli ultimi tempi, ma nei prossimi 12 mesi due terzi dei prestiti giungeranno a scadenza e dovranno essere rinnovati a tassi superiori – per l'Europa nel suo complesso la percentuale è del 30%. La politica fiscale non verrà in soccorso, come è accaduto negli Stati Uniti. L'Europa sta subendo una stretta fiscale dell'1% quest'anno, con un inasprimento ancora maggiore in Germania. Nonostante la crescita del PIL nulla nell'Eurozona, l'anno scorso la disoccupazione è scesa al 6,4%<sup>6</sup> - anche se i posti di lavoro vacanti stanno diminuendo. Nel Regno Unito la situazione è peggiore: i posti vacanti sono diminuiti del 30% a partire dalla metà del 2022.<sup>7</sup>

La moderazione dell'inflazione e il miglioramento dell'impulso al credito - il flusso di nuovo credito emesso dal settore privato in percentuale del PIL - sollevaranno l'attività europea, per cui la Banca Centrale Europea (BCE) potrebbe decidere di operare un taglio dei tassi inferiore rispetto a quello auspicato dagli investitori. L'impulso al credito è passato dal 3,2% nel 2022 a un disastroso -5% nel 2023. Non sorprende che l'Europa abbia trascorso un anno di crisi. È improbabile che l'impulso al credito crolli di nuovo, quindi anche se il credito aggiuntivo dovesse passare a zero, si tratterà di una notizia positiva. Ciò significa che la crescita del PIL reale diventerà positiva quest'anno. Mentre i prezzi scendono – l'inflazione media in Europa è ora del 2,4%<sup>8</sup> – i salari reali crescono. L'aumento dei rendimenti obbligazionari ha contribuito a rendere negativo l'impulso al credito. Ne consegue che, con la moderazione dei rendimenti, l'impulso al credito dovrebbe aumentare, allentando le condizioni di credito. L'indagine sul credito bancario nell'Eurozona mostra che le condizioni di credito non sono più restrittive e la riduzione dell'indebitamento sta rallentando.

Sebbene nulla di ciò dipinga un quadro rialzista, si tratta di un ulteriore elemento positivo, nonostante il peggioramento della stretta fiscale in Europa, che passerà dallo 0,4% nel 2023 all'1% nel 2024. Il miglioramento delle condizioni globali e l'impulso al credito compensano oltremodo questa stretta. L'Europa ha una buona valutazione a 13,5 volte gli utili contro le oltre 21 volte dell'indice S&P 500. L'Europa è al di sotto della valutazione media degli ultimi 10 anni, mentre gli Stati Uniti sono al di sopra della loro media del 70%. Il consenso prevede per quest'anno una riduzione degli utili in Europa e una crescita negli Stati Uniti, ma le revisioni degli utili stanno migliorando in Europa. Il rapporto tra la capitalizzazione di mercato e l'offerta di moneta, pari a 2,4 volte, è ai massimi storici negli Stati Uniti, ma è solo di 0,6 volte nell'Eurozona - il più basso di tutti i principali mercati. Inoltre, il premio sul prezzo dell'energia rispetto agli Stati Uniti, dovuto alla guerra in Ucraina, si ridurrà. Le scorte di gas in Europa sono a livelli record, il nucleare francese è in funzione ed esporta, le fonti rinnovabili continuano a crescere e il gas naturale liquefatto si troverà ad affrontare un eccesso che aiuterà l'industria e i consumatori europei. L'Europa ha sottoperformato gli Stati Uniti del 15% dallo scorso maggio.<sup>9</sup>

<sup>6</sup> Eurostat, disoccupazione nell'area euro al 6,4%, ottobre 2023

<sup>7</sup> Gov.uk, Crescita economica post-pandemia: mercati del lavoro del Regno Unito, aprile 2023

<sup>8</sup> Banca Centrale Europea, ad aprile 2024

<sup>9</sup> Datastream, a marzo 2024

Metà del rendimento delle azioni globali dal novembre 2022 proviene dai Magnifici Sette statunitensi. Dopo le scarse prestazioni di Tesla nel 2024 si parla ora dei Magnifici Sei. L'S&P 500 scambia a meno di 19 volte, se si escludono questi sei. Ma gli utili dei restanti 494 titoli sono scesi per tutto il 2023, quindi questi titoli sono più economici. Forse un'azienda di successo come Nvidia eviterà i pericoli derivanti dagli eccessi. Nel 2000, Cisco era la società quotata in borsa di maggior valore al mondo con un valore pari a 37 volte (come Nvidia oggi). Da allora, Cisco ha decuplicato gli utili per azione, ma il prezzo del titolo rimane del 40% inferiore a quello del marzo 2000.

L'Europa ha sottoperformato gli Stati Uniti a causa della scarsa produttività: spese in conto capitale insufficienti e mal distribuite. La situazione non cambierà presto, visto che si sta percorrendo la strada del "net zero". L'Europa rimane quindi una scommessa ciclica legata alla Cina, al commercio globale e ai prezzi relativi dell'energia, con l'aspettativa che gli utili saranno inferiori a quelli degli Stati Uniti. I titoli ciclici europei hanno evidenziato un andamento migliore quest'anno e sono più costosi di un'intera deviazione standard rispetto a quelli dei titoli difensivi. I posizionamenti sui futures azionari statunitensi sono al massimo del loro recente range. La Cina è conveniente.

## Cina

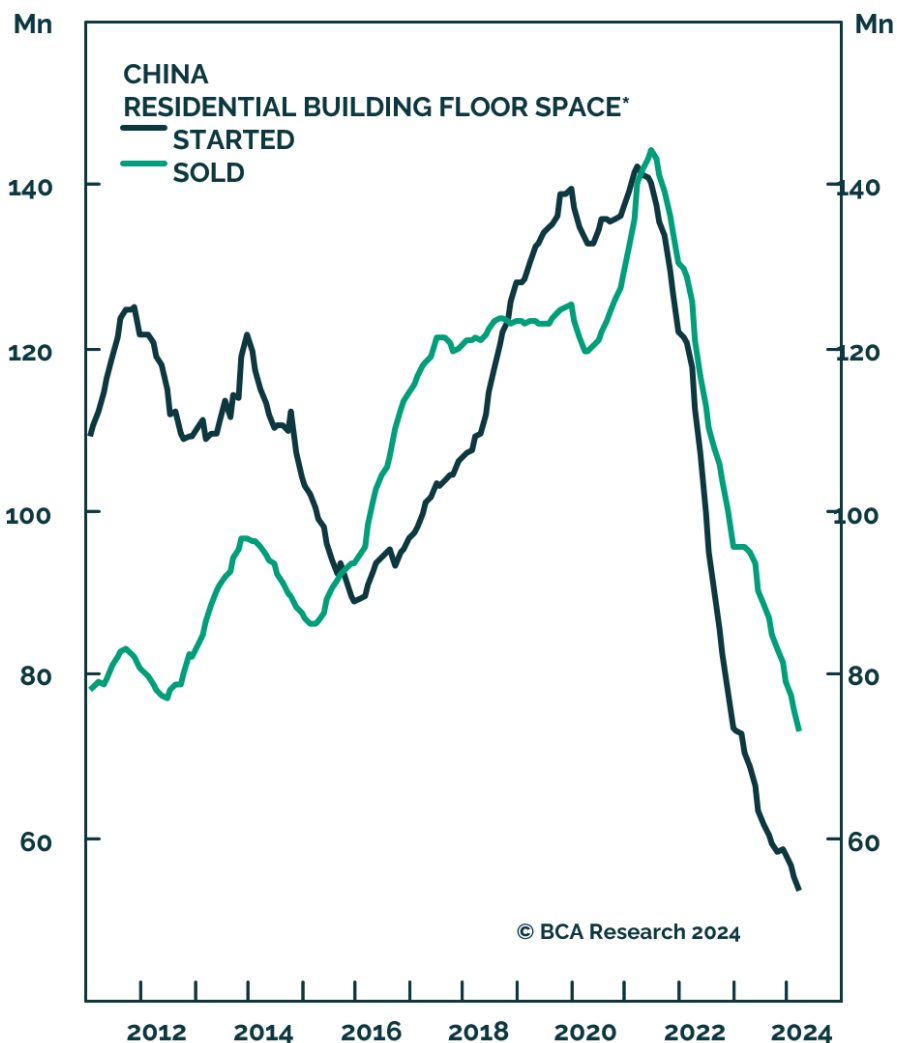
I veicoli elettrici arrivano in massa dalla Cina, che ora è il più grande esportatore di auto. Il dumping, fenomeno in base al quale i produttori esportano un prodotto in un altro paese a un prezzo inferiore rispetto alla norma, farà aumentare le tensioni commerciali tra Cina e Stati Uniti. Gli avvii di nuove costruzioni di abitazioni in Cina continuano a crollare: le superfici la cui costruzione è stata avviata sono diminuite del 61% da marzo 2021 (Figura 6) e le vendite di case si sono dimezzate.<sup>10</sup> L'ingerenza del governo eviterà un crollo, motivo per cui i prezzi delle nuove case sono scesi solo del 3%. Il mercato secondario è però sceso del 20% in alcune città. Si tratta di un problema a breve e a lungo termine, dato che i dati demografici della Cina sono così negativi che la popolazione attiva potrebbe diminuire del 60% entro il 2099.

---

<sup>10</sup> BCA Research, a marzo 2024



Figura 6: Continua la crisi del mercato immobiliare cinese



Fonte: BCA Research, 2024. \* Superficie di edifici nel mercato libero, espressa in milioni di metri quadri e come media mobile su 12 mesi.

In Cina è in atto una deflazione: il deflatore del PIL è sceso dell'1% nel quarto trimestre; i prezzi delle esportazioni sono scesi dell'11%; il salario mensile dei nuovi assunti è in calo dallo scorso giugno; l'indice dei prezzi alla produzione è sceso del 2,7% su base annua. Tutto questo fa aumentare i tassi di interesse reali. Il governo sta iniettando liquidità nell'economia, ma in misura minore rispetto ad altri episodi di aumento della spesa pubblica come nel 2009, nel 2012, nel 2016 e nel 2020.

### Il Medio Oriente

La situazione è aggravata dal Medio Oriente, responsabile di un terzo della produzione globale di petrolio. Il prezzo del petrolio è salito a causa della forza dell'economia statunitense, della produzione mondiale che ha ormai toccato il punto minimo, della disciplina di produzione dell'OPEC e del tentativo della Russia di aumentare le possibilità elettorali dei Repubblicani. Uno shock petrolifero causato da una guerra tra Israele e Iran provocherebbe una recessione. Anche uno shock petrolifero minore crea problemi sul fronte dell'inflazione.



## 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](https://columbiathreadneedle.com)

05.24 | CTEA6613167.1