
Mercati globali: sviluppi positivi per l'Europa

A cura di Paul Doyle, Responsabile Azionario Large Cap Europa di Columbia Threadneedle Investments

03.06.2024

- *L'inflazione è un problema persistente negli Stati Uniti per via della carenza di manodopera, mentre in Europa è un fattore molto meno rilevante.*
- *L'attività economica dell'Eurozona è debole ma è probabile che si riprenda, dati i consumi sostenuti.*
- *La Cina appare oggi più conveniente ma è lacerata dalle sfide del mercato immobiliare.*

Stati Uniti

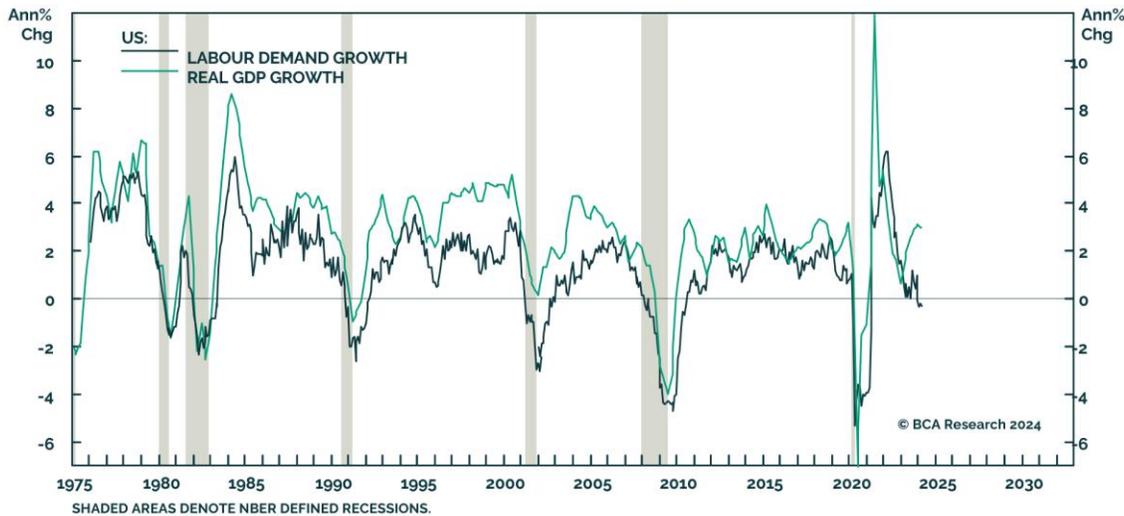
Negli USA le aspettative di crescita sono migliorate da quando a dicembre Jerome Powell, presidente della Fed, ha assunto toni più accomodanti, con un conseguente allentamento delle condizioni finanziarie. Tuttavia, prevediamo la persistenza di un'inflazione maggiore: i margini societari sono sotto pressione, 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 5200¹. Assistiamo quindi ad uno scollamento tra il mercato e i futures sui Fed fund. Gli effetti della politica monetaria statunitense stanno tardando a manifestarsi a causa del debito societario, dei mutui a tasso fisso a lungo termine e della generosità fiscale. Tuttavia, i tassi di interesse elevati arriveranno ad avere delle conseguenze. La crescita del credito è debole sia negli Stati Uniti che in Europa, mentre i tassi di insolvenza sui prestiti al consumo e sui mutui ipotecari statunitensi, nonché i tagli di posti di lavoro, sono in aumento. Fatta eccezione per i Magnifici Sei², gli utili del primo trimestre sono diminuiti dell'11% rispetto all'anno precedente.

La presenza di un premio per il rischio azionario così basso è dovuta ad un'anticipazione dei mercati sulla politica della Fed. La probabilità di una flessione di almeno il 20% del mercato non è mai stata tanto bassa; l'indicatore di probabilità di recessione di JP Morgan è infatti oggi ai minimi storici. Il divario tra il credito BBB e B è il più basso dal 2007, suggerendo forse un picco di eccessivo ottimismo da parte degli investitori. Perché si verifichi una recessione, è necessario che l'offerta o la domanda di manodopera si contraggano per ripristinare un rapporto normale tra le due. Se la domanda di manodopera continuerà ad indebolirsi, la recessione potrebbe non sembrare tale: il calo della domanda implica sì una pressione sugli utili, ma se accompagnata da una moderazione dell'inflazione salariale i margini potrebbero non risentirne. Questo suggerisce la presenza di un mercato azionario che oscilla nel range, o appena al di sotto di questo, dopo il recente rally. Infine, l'euforia per il comparto tech e per l'IA è tale che qualsiasi delusione potrebbe avere conseguenze peggiori.

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

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

Fig.1 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. 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 PIL³. 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. Per quanto riguarda il mercato del lavoro, questo è caratterizzato da un tasso di assunzione ai minimi da sei anni. L'occupazione a tempo determinato è solitamente un indicatore che anticipa le intenzioni sul mercato del lavoro ed è tornata ai livelli del 2010. Inoltre, i prestiti bancari sono in rallentamento, mentre l'offerta di moneta si sta riducendo e i fallimenti aziendali sono in crescita.

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 di quanti hanno di recente acquistato una casa è destinato al pagamento delle rate del mutuo con il tasso più alto degli ultimi 40 anni. In generale, il tasso di risparmio personale è sceso al 3,8%, la metà del livello raggiunto nel 2019⁴.

Europa

In Europa il PIL reale è rimasto invariato nel quarto trimestre e non è aumentato quasi per nulla in tutto il 2023. Abbiamo assistito ad una contrazione del PIL tedesco a causa dell'abbandono del gas russo a basso costo e dell'introduzione di politiche net zero. Mentre l'Europa meridionale ha registrato un andamento migliore: il settore manifatturiero è in ripresa, sebbene i dati rimangano per lo più contrastanti. Benché deludente, l'andamento dell'inflazione europea evidenzia una continua tendenza discendente, con conseguente aumento dei salari reali e della fiducia dei consumatori. Assistiamo, comunque, ad un inasprimento degli standard di erogazione dei prestiti, ad una riduzione dell'offerta di moneta e ad un impulso al credito negativo. L'Europa meridionale è quella che ha registrato i risultati migliori negli ultimi

³ Congressional Budget Office, 2023

⁴ La fonte di tutti i dati è BCA Research, 2024

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 sarà di aiuto in questa situazione, dato che l'Europa sta subendo una stretta fiscale dell'1% quest'anno, con un inasprimento ancora maggiore in Germania. Nonostante la crescita del PIL sia stata nulla nell'Eurozona, l'anno scorso la disoccupazione è scesa al 6,4%⁵ (per quanto i posti di lavoro vacanti stiano diminuendo).

Il calo della pressione inflazionistica e il miglioramento dell'impulso al credito sollevaranno l'economia dell'Eurozona, per cui la 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, un dato che fa riflettere sull'anno di crisi appena trascorso. Tuttavia, è improbabile che l'impulso al credito crolli di nuovo, quindi anche se il credito aggiuntivo dovesse passare a zero, si tratterebbe di una notizia positiva, con una conseguente crescita del PIL reale. Oggi l'inflazione media in Europa è del 2,4%⁶, con i prezzi in discesa e i salari reali in crescita. L'aumento dei rendimenti obbligazionari aveva contribuito a rendere negativo l'impulso al credito ma, di conseguenza, una moderazione dei rendimenti dovrebbe ridare slancio al credito. L'indagine sul credito bancario nell'Eurozona mostra infatti come le condizioni di credito non siano più restrittive e come la riduzione dell'indebitamento stia 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 infatti oltremodo questa stretta. Gli analisti sono concordi nel prevedere che quest'anno ci sarà una riduzione degli utili in Europa e una crescita negli Stati Uniti, sebbene le revisioni degli utili europei stiano migliorando. 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 pari solo a 0,6 volte nell'Eurozona - il più basso di tutti i mercati principali. 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 oggi a livelli record, le fonti rinnovabili continuano a crescere e l'incremento del gas naturale liquefatto aiuterà l'industria e i consumatori europei. In generale, l'Eurozona ha sottoperformato gli Stati Uniti del 15% dallo scorso maggio 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.

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 aree in cui sono state avviate nuove costruzioni sono diminuite del 61% da marzo 2021 e le rispettive vendite di case si sono dimezzate⁷. L'ingerenza del governo eviterà un crollo del mercato immobiliare, 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

⁵ Eurostat, disoccupazione nell'area euro al 6,4%, ottobre 2023

⁶ Dati al 31/05/2024

⁷ BCA Research, a marzo 2024

attiva potrebbe diminuire del 60% entro il 2099. 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 per la 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.

Medio Oriente

Infine, non va dimenticato il peggioramento della situazione in Medio Oriente, responsabile di un terzo della produzione globale di petrolio. Il prezzo del petrolio è ad oggi salito a causa della forza dell'economia statunitense, della produzione mondiale che ha toccato il punto minimo e delle regole dell'OPEC. Un eventuale shock petrolifero causato da una guerra tra Israele e Iran provocherebbe una recessione; tuttavia, anche uno shock petrolifero minore innescherebbe non pochi problemi sul fronte dell'inflazione.

Per ulteriori informazioni si veda il sito internet di Columbia Threadneedle Investments: www.columbiathreadneedle.it

A proposito di Columbia Threadneedle Investments

Columbia Threadneedle Investments è un gruppo di asset management leader a livello globale, che gestisce EUR 577 miliardi ^[1] per conto di clienti individuali, istituzionali e corporate in tutto il mondo.

Il Gruppo, che si avvale delle competenze di oltre 2500 collaboratori, tra cui più di 650 analisti e gestori operanti in Nord America, Europa e Asia, offre un'ampia gamma di strategie azionarie, obbligazionarie e alternative, nonché soluzioni specializzate nell'investimento responsabile.

Columbia Threadneedle Investments è parte di Ameriprise Financial, Inc. (Gruppo altamente diversificato e patrimonializzato quotato al NYSE da 1,4 trilioni USD di asset), uno dei principali fornitori statunitensi di servizi finanziari.

[1] Al 31 dicembre 2023.

Contatti stampa: BC Communication

Lucrezia Pisani – lucrezia.pisani@bc-communication.it - +39 347 6732 479

Laura Morreale – laura.morreale@bc-communication.it - +39 327 3435 530



Per scopi di marketing. Esclusivamente ad uso di Investitori professionali e/o qualificati nella rispettiva giurisdizione (da non utilizzare o trasmettere a clienti al dettaglio). Le performance conseguite in passato non costituiscono un'indicazione di analoghi rendimenti futuri. Il valore degli investimenti e il rendimento che ne deriva possono diminuire così come aumentare ed un investitore potrebbe non recuperare la somma investita. Threadneedle (Lux) è una società di investimento a capitale variabile (Société d'investissement à capital variable, o "SICAV") costituita secondo le leggi del Grand Ducato di Lussemburgo. Le emissioni, i riscatti e le conversioni delle diverse classi di azioni sono effettuati dalla SICAV. La società di gestione di Threadneedle (Lux) è Threadneedle Management Luxembourg S.A., che è coadiuvata da Threadneedle Asset Management Ltd. e/o da società di sub-gestione selezionate. Questo materiale è a titolo informativo e non costituisce un'offerta o una sollecitazione all'acquisto o alla vendita di titoli o altri strumenti finanziari e non è volto ad offrire consigli o servizi di investimento. Si prega di leggere il Prospetto e le Informazioni Chiave per gli Investitori (KID) prima di investire. Le sottoscrizioni di un comparto devono essere effettuate unicamente in base al Prospetto informativo, ovvero alle Informazioni Chiave per gli Investitori (KID) e all'ultima relazione annuale o periodica, che possono essere richiesti gratuitamente presso il vostro consulente finanziario. Gli investitori dovrebbero prendere visione della sezione "Fattori di Rischio" del Prospetto per conoscere il rischio applicabile all'investimento per ciascun fondo. La documentazione summenzionata e i KID sono disponibili in Inglese, Francese, Tedesco, Portoghese, Italiano, Spagnolo e Olandese (si prega di notare che il Prospetto non è disponibile in Olandese). I documenti possono essere ottenuti gratuitamente su richiesta scrivendo alla società di gestione in 44, rue de la Vallée, L-2661, Lussemburgo, Granducato del Lussemburgo, rivolgendosi all'International Financial Data Services (Luxembourg) S.A., 47, avenue John F. Kennedy, L-1855, Lussemburgo, Granducato del Lussemburgo oppure sul sito internet

della società www.columbiathreadneedle.it all'interno della sezione chiamata "Documenti legali". Threadneedle Management Luxembourg S.A ha la facoltà di decidere di interrompere gli accordi relativi alla commercializzazione della Sicav in conformità con la normativa Europea. Una sintesi dei diritti degli Investitori è disponibile alla pagina del nostro sito in Inglese. Emesso da Threadneedle Management Luxembourg S.A. registrata presso il Registre de Commerce et des Sociétés (Luxembourg), Registered No. B 110242 44, rue de la Vallée, L-2661 Lussemburgo, Granducato del Lussemburgo. Columbia Threadneedle Investments è il marchio globale di gruppo delle società Columbia e Threadneedle. **columbiathreadneedle.it**