

L'ARGOMENTO DEL MESE

La fiducia
va meritata
Amundi
ASSET MANAGEMENT

INVESTMENT PHAZER UPDATE: CONFERMATO IL TREND RIBASSISTA

ANNALISA USARDI, Senior Economist, CFA
LORENZO PORTELLI, Head of Cross Asset Research

Finalizzato il 28/01/2020

L'essenziale

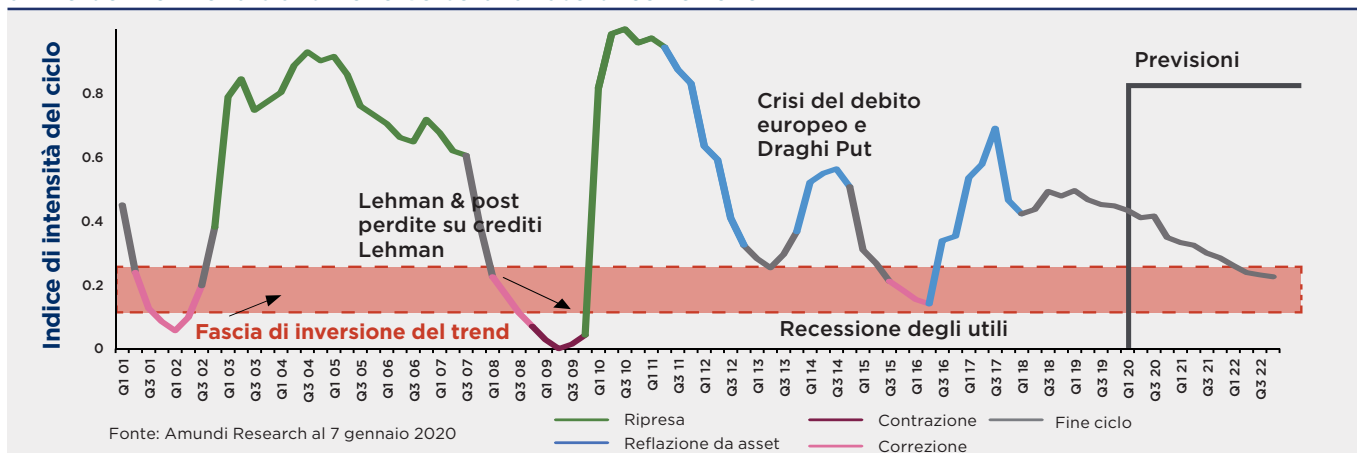
Mentre a breve termine ci aspettiamo una temporanea schiarita grazie alle sorprese economiche positive e alle notizie favorevoli sul fronte commerciale - sempre che l'impatto del coronavirus sia limitato - a medio termine il nostro scenario economico conferma la fragilità del ciclo degli utili.

Le caratteristiche eccezionali di questo ciclo sono una crescita più moderata dovuta all'escalation della guerra commerciale, tassi di interesse estremamente bassi per via della politica monetaria non convenzionale e una tenuta più che discreta del mercato del lavoro grazie all'ottimo andamento del settore domestico. Nonostante queste specificità, il 2020 è ancora compatibile con una fase di fine ciclo, mentre lo scenario più probabile per la fine del 2021 è la transizione verso una fase di correzione.

Crescita: sono confermate la decelerazione negli Stati Uniti e la stabilizzazione nella zona Euro. Il ciclo degli utili rimane fragile

- La crescita del PIL reale negli USA dovrebbe gradualmente rallentare fino a raggiungere il suo potenziale (1,8% rispetto al 2% previsto dalla Fed, quarto trimestre su quarto trimestre su base trimestrale), con un mix meno esteso dei driver della crescita. Nel frattempo, manteniamo la convinzione che per i consumatori USA questo sarà un anno "medio" e che quindi saranno loro il motore principale della crescita, mentre gli investimenti, soprattutto quelli non residenziali, rallenteranno. Rispetto al nostro ultimo aggiornamento, abbiamo rivisto al rialzo le aspettative sulla dinamica degli investimenti residenziali che non penalizzeranno più la crescita.
- Mentre negli USA la "normalizzazione" giungerà dall'alto, il quadro è più variegato per la zona Euro, dove la Germania e l'Italia stanno migliorando il loro profilo tendenziale dopo la deludente performance nel 2019, mentre la Francia rimane vicina al livello potenziale e la Spagna sta rallentando. Nel complesso, la zona Euro si stabilizzerà attorno al potenziale e attualmente ci sono pochi segnali di accelerazione. Il PMI manifatturiero esprime infatti ancora il timore che la svolta positiva sul fronte commerciale non sia sufficiente a rilanciare il settore.

Il trend ribassista è confermato: nel 2020 proseguirà la fase di fine ciclo, mentre lo scenario più probabile per la fine del 2021 è la transizione verso una fase di correzione

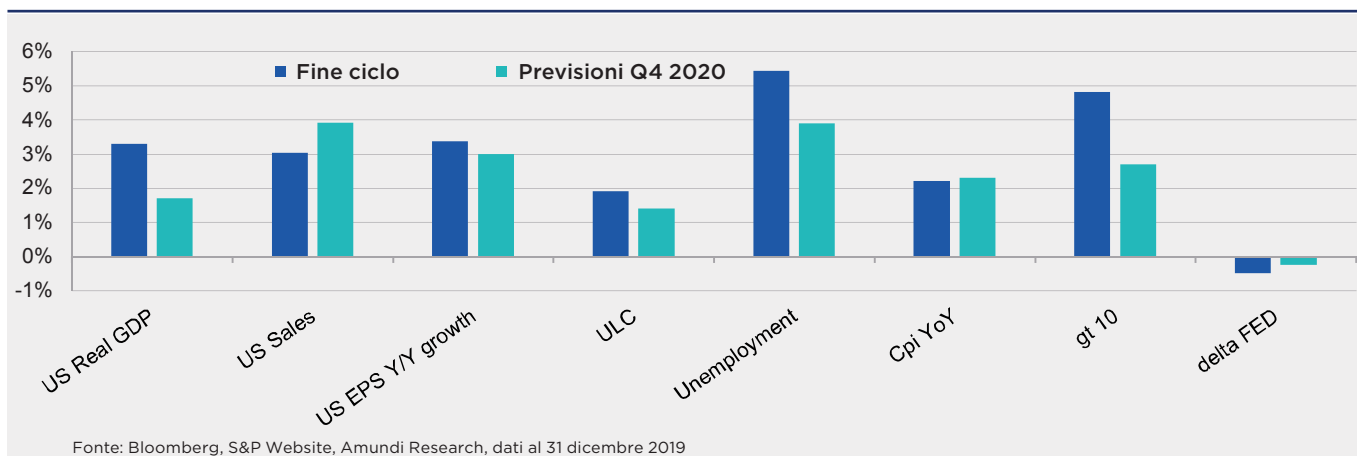


- Nonostante la schiarita a breve termine, gli utili si trovano ancora nella fase finale di questo ciclo. La crescita potrà proseguire fino al 2021 solo se ci sarà una ripresa del commercio mondiale. I margini, che nell'ultimo decennio sono stati il fattore principale all'origine della crescita degli utili per azione, potrebbero finire sotto pressione a causa dell'aumento del costo unitario del lavoro e del forte indebitamento delle imprese, soprattutto negli Stati Uniti.

Inflazione: si prevede che la dinamica dei prezzi manterrà il suo slancio positivo negli Stati Uniti e nella zona Euro per tutto il 2020

- Si prevede che la dinamica dei prezzi manterrà il suo slancio positivo negli Stati Uniti e nella zona Euro per tutto il 2020, anche se vi sono chiaramente delle differenze tra i Paesi in termini di vicinanza all'obiettivo stabilito dalle rispettive banche centrali. L'inflazione complessiva negli USA salirà nella prima parte del 2020 per poi rallentare nel 2021, ma il parametro preferito dalla Fed per misurare il carovita, ovvero l'indice dei prezzi PCE core, si limiterà a convergere gradualmente verso il 2%. Questo graduale trend rialzista sarà supportato da un output gap positivo (differenziale del Pil rispetto al livello potenziale), con un tasso di disoccupazione ben al di sotto del NAIRU (Non Accelerating Inflation Rate of Unemployment, ovvero tasso di inflazione che non genera spinte inflazionistiche) e un costo unitario del lavoro che continua a salire, anche se a ritmi più blandi rispetto a quelli osservati nel 2019; i prezzi alla produzione cresceranno, in parte per via dell'impatto dei dazi implementati in passato. Il conseguente rischio di una riduzione dei margini potrebbe determinare alcuni aumenti dei prezzi finali, aumenti che saranno accettabili per i consumatori che vedono ancora salire i loro salari.
- Nella zona Euro, la dinamica dell'inflazione rimane leggermente rialzista, ma è ben lontana dal target della BCE. Anche se il mercato del lavoro in generale rimane solido, la crescita dei salari non sta seguendo ovunque il medesimo trend e l'outlook sull'inflazione rimane debole e molto differenziato da Paese a Paese. In termini aggregati, i salari continueranno a crescere a un ritmo leggermente più lento rispetto al 2019, ma questo trend sarà compensato da alcuni miglioramenti della produttività così che i costi salariali unitari aumenteranno ma a ritmi meno rapidi rispetto al 2019 (anche se superiori alla media degli ultimi 5 anni). La crescita dei prezzi alla produzione dovrebbe rallentare leggermente rispetto al 2019. Nel complesso, l'inflazione core dovrebbe beneficiare di questa situazione, ma si attesterà comunque ben lontano dal target, senza significative misure di stimolo perché l'economia sta crescendo in linea con il suo livello potenziale o leggermente al di sotto di esso.

Le caratteristiche eccezionali di questo ciclo sono una crescita più moderata dovuta all'escalation della guerra commerciale, tassi di interesse estremamente bassi per via della politica monetaria non convenzionale e una tenuta più che discreta del mercato del lavoro grazie al buon andamento del settore domestico.



- Sul fronte fiscale non ci aspettiamo grossi stimoli: negli Stati Uniti, secondo il Congressional Budget Office (CBO), il deficit dovrebbe raggiungere il 4,6% del PIL (in rialzo rispetto al 4,5% nel 2019), con un debito pubblico in aumento dal 78,9% all'80,7%. Nella zona Euro, è difficile al momento prevedere una significativa espansione fiscale coordinata, a meno che non si verifichi un grave rallentamento congiunturale; ci aspettiamo un allentamento nei Paesi con maggiori margini di manovra fiscale come la Germania e l'Olanda. Nel complesso, stando alle stime della Commissione europea, l'obiettivo del deficit dovrebbe attestarsi per il 2020 attorno allo 0,9% del PIL rispetto allo 0,8% del 2019, e ciò dovrebbe favorire un ulteriore allentamento (variazione del bilancio strutturale da -0,1% nel 2019 a -0,2% del PIL potenziale). Secondo le stime della Commissione europea, il rapporto debito/PIL (EA19 - area dell'euro) scenderà dall'86,4% del PIL all'85,1%. Se osserviamo gli sviluppi recenti, la legge di bilancio tedesca per il 2020 prevede uno 0,75% di espansione fiscale (misurato in termini di calo del surplus strutturale) da realizzare attraverso un'ampia varietà di iniziative fiscali e di spesa. Ricordiamoci tuttavia che negli ultimi anni la Germania non è riuscita a centrare i suoi obiettivi di espansione fiscale. La Commissione europea prevede un aumento solamente dello 0,4%. Nel Regno Unito, il governo presenterà il bilancio l'11 marzo: al momento le

stime basate sugli annunci di spesa di settembre, la prevista modifica delle regole di bilancio (le nuove regole prevedono un bilancio in pareggio e una quota fino al 3% del PIL da destinarsi alle spese per gli investimenti) e le promesse elettorali dei Tory indicano uno stimolo fiscale appena al di sotto dell'1% del PIL. In Giappone è stato annunciato un considerevole pacchetto economico dell'entità di 220 miliardi di euro per evitare che il Paese rimanga contagiato dal rallentamento dell'economia globale. Esso tiene conto anche dell'esigenza impellente di sostituire delle infrastrutture che sono diventate obsolete. Nelle intenzioni, queste misure dovrebbero far salire il PIL dello 0,7% nei prossimi due anni.

I mercati emergenti stanno lentamente adottando una posizione fiscale più espansiva. A dicembre abbiamo assistito all'approvazione di leggi di bilancio coraggiose per il 2020, e Indonesia, Filippine e India hanno annunciato grandi piani espansivi. La legge di bilancio indiana sarà presentata il 1° febbraio: i dati fiscali pubblicati finora per l'esercizio fiscale 2020 sono deludenti e di gran lunga inadeguati a finanziare un aumento della spesa pubblica.

La politica monetaria rimane focalizzata sul sostegno alla crescita

Prevediamo che nei Paesi sviluppati le banche centrali manterranno l'attuale atteggiamento accomodante favorevole alla crescita, reso possibile da un outlook complessivamente positivo sull'inflazione. Nei principali mercati emergenti, le banche centrali manterranno un orientamento espansivo, ma i recenti sviluppi in alcuni Paesi sul fronte dell'inflazione potrebbero limitare il loro margine di manovra.

- **Paesi sviluppati:** la Fed manterrà il suo orientamento espansivo nonostante l'approccio più dipendente dai dati; per quanto ci riguarda, prevediamo un altro taglio dei tassi nel 2020 che dovrebbe consentire alla banca centrale di mantenere delle condizioni finanziarie accomodanti e la crescita USA in linea con le aspettative. Nella zona Euro, il QE2 della BCE è appena iniziato; vista la revisione strategica in atto non sono previste nuove misure a breve, a meno che non si verifichi un sensibile peggioramento del quadro macro. Nel Regno Unito l'approccio più probabile sarà quello di mantenere i tassi invariati nei prossimi 12 mesi, a patto però che l'economia si riprenda e abbia un comportamento sostanzialmente in linea con le proiezioni del Comitato di politica monetaria (MPC). Infine, per quanto riguarda il Giappone, ci aspettiamo per i prossimi 12 mesi un taglio dei tassi di 10 pb.
- **Mercati emergenti:** come previsto, la banca centrale cinese mantiene il suo atteggiamento accomodante e sta ricorrendo a tutti gli strumenti ritenuti necessari. Nuovi dati sull'inflazione complessiva, superiori alle attese, non le impediranno di mantenere il suo orientamento accomodante. In India, gli indicatori sull'attività economica interna hanno iniziato a delineare un quadro di luci e ombre, con alcuni promettenti sviluppi in un contesto economico complessivamente deprimente; l'inflazione ha inaspettatamente rialzato la testa; ciò comporterà quasi di certo un'ulteriore revisione al rialzo dello scenario centrale previsto dalla RBI e ritarderà ulteriormente eventuali decisioni sui tassi nel breve termine. Le ulteriori misure espansive varate dalla banca centrale brasiliana (BCB) erano ampiamente attese visti i progressi costruttivi sul fronte delle riforme (tra cui, in primis, la riforma delle pensioni). Come annunciato in precedenza dalla BCB, quando si valutano eventuali cambiamenti sulla portata degli stimoli è bene essere prudenti e tener conto dell'attuale fase del ciclo economico. In Russia, l'inflazione è scesa e la banca centrale ha menzionato la possibilità di tagliare ulteriormente i tassi nella prima metà del 2020. Visto che l'inflazione rimane ampiamente sotto controllo, ci aspettiamo due tagli di 25 pb nei prossimi dodici mesi.

Avvertenze

Nell'Unione Europea, questo documento è rivolto ai soli investitori "professionali", come definiti nella Direttiva 2004/39/CE del 21 aprile 2004 relativa ai mercati degli strumenti finanziari ("MiFID"), ai prestatori di servizi di investimento e di qualsiasi altro professionista del settore finanziario, e se del caso in ogni regolamentazione locale e, per quanto riguarda l'offerta in Svizzera, un "investitore qualificato" ai sensi delle disposizioni della legge svizzera sugli investimenti collettivi del 23 giugno 2006 (CISA), dell'ordinanza svizzera sugli investimenti collettivi del 22 novembre 2006 (CISO) e della circolare FINMA 08/08 sulla pubblicità ai sensi della legislazione sugli investimenti collettivi del 20 novembre 2008. In nessun caso questo materiale può essere distribuito nell'Unione Europea a investitori non "professionali", come definiti nella MiFID o in ogni regolamentazione locale, o in Svizzera a investitori che non rispettino la definizione di "investitori qualificati", come definiti nella legislazione applicabile e la regolamentazione. Il presente documento non è rivolto ai cittadini o residenti degli Stati Uniti d'America o a qualsiasi «U.S. Person» come definita nel SEC Regulation S ai sensi del US Securities Act of 1933. Il presente documento non costituisce un'offerta di acquisto o una sollecitazione a vendere un prodotto, e non deve essere considerato come una sollecitazione illegittima o una consulenza d'investimento. Amundi SGR declina ogni responsabilità, diretta o indiretta, che possa derivare dall'uso delle informazioni contenute in questo materiale. Amundi non può in alcun modo essere ritenuta responsabile per qualsiasi decisione o investimento effettuati sulla base delle informazioni contenute in questo materiale. Le informazioni contenute in questo documento sono divulgate su base confidenziale e non possono essere copiate, riprodotte, modificate, tradotte o distribuite senza la previa autorizzazione scritta di Amundi, a qualsiasi terza persona o entità in qualsiasi paese o giurisdizione che potrebbe sottoporre Amundi o uno qualsiasi dei "Fondi" a requisiti di iscrizione all'interno di suddette giurisdizioni o dove potrebbe essere considerato illegittimo. Di conseguenza, questo materiale è destinato alla distribuzione solo in giurisdizioni ove permesso e alle persone che possano riceverlo senza violare requisiti di legge o regolamentari applicabili. Le informazioni contenute in questo documento sono ritenute accurate alla data di pubblicazione. Dati, opinioni e stime possono essere modificati senza preavviso.

Il presente documento è stato predisposto da Amundi, società anonima con capitale di 1.086.262.605 € - Società di gestione approvata dell'AMF N° GP 04000036 - Sede legale: 90, boulevard Pasteur - 75015 Parigi - Francia 437 574 452 RCS Parigi.