

# Outlook 2019: Crescita globale addio

## Le ultime battute del ciclo

Con l'approssimarsi della fine del 2018, illustriamo le nostre previsioni per il 2019. E siccome i mercati guardano al futuro (con qualche limitazione, secondo alcuni), presentiamo le nostre stime macroeconomiche per i prossimi due anni.

Gli Stati Uniti nel 2018 dovrebbero riportare una crescita del 2,9%, il risultato migliore dal 2006. Questo andamento, favorito da una straordinaria espansione fiscale pro-ciclica, dovrebbe continuare per un po' di tempo. Iniziamo però a intravedere qualche ostacolo: stanno svanendo gli effetti delle riforme fiscali, le politiche commerciali si fanno restrittive e, fattore più importante secondo noi, assistiamo a una contrazione delle condizioni finanziarie, per citarne solo alcuni. Queste dinamiche dovrebbero provocare un classico rallentamento ciclico al 2,3% nel 2019. Per il 2020, le stime di consensus, e anche quelle del Federal Open Market Committee, sono per un *soft landing*, ma sulla base dei dati storici, a nostro avviso, sono più probabili delle brusche frenate. Generalmente, le economie in decelerazione entrano in un circolo vizioso caratterizzato dal calo della fiducia, dalla flessione della spesa e degli investimenti e dalla riduzione delle scorte. È estremamente difficile prevedere con precisione le tempistiche di una recessione, ma per il 2020 ci aspettiamo, negli Stati Uniti, una crescita inferiore alle medie dell'1,4%.

In questo aggiornamento più ciclico, abbiamo modificato la nostra previsione sui rialzi dei tassi di interesse da parte della Federal Reserve. Crediamo che a fine 2019 si attesteranno intorno al 3%-3,25%, dopo un intervento ampiamente previsto a dicembre e altri tre rialzi il prossimo anno.

A fine 2020 ci aspettiamo un'inversione di tendenza con l'avvio di una fase di allentamento.

## L'Europa rallenta ancora e deve affrontare l'impasse politica

In ritardo di quasi due anni in questa espansione ciclica, principalmente a causa degli errori politici, anche l'Eurozona sfortunatamente sta già rallentando. Dopo un anno incredibilmente deludente, nel 2018, con una crescita che si attesterà probabilmente all'1,9% rispetto al 2,5% del 2017, sebbene gli indicatori delle imprese prevedessero un'accelerazione un anno fa, ci aspettiamo che la crescita dell'Eurozona scenderà ancora all'1,4% nel 2019 e poi all'1,2% nel 2020. Mentre consumi e costruzioni dovrebbero restare abbastanza stabili, gli investimenti da parte delle imprese verosimilmente rallenteranno con il calo di fiducia (la domanda di credito delle imprese è sui minimi da inizio 2014) e la flessione della redditività. Fattore più importante, gli scambi commerciali netti graveranno probabilmente sulla crescita, con il rallentamento della domanda esterna, principalmente da Stati Uniti e Cina, e con il calo di competitività a fronte di un volume di importazioni piuttosto robusto.

## In primo piano

- Nel 2019 gli Stati Uniti entreranno in una fase di rallentamento ciclico, mentre la Federal Reserve chiuderà il ciclo di rialzo dei tassi al 3%-3,25%
- L'Eurozona sta già rallentando e si intensificano i rischi per la politica europea. La BCE manterrà la prudenza e non interverrà sui tassi almeno fino a settembre
- Le prospettive ci sembrano meno positive per gli strumenti più esposti al rischio e, nel corso del 2019, abbiamo intenzione di riportare le azioni a una posizione neutrale
- I rendimenti dei Bund dovrebbero restare entro una banda di oscillazione nel 2019, e rileviamo valore nei Treasury oltre la soglia del 3,25%

Questa fase di stallo potrebbe spingere la Banca centrale europea (BCE) a portare il tasso sui depositi allo 0% entro la primavera del 2020. Sebbene l'inflazione sia vicinissima all'obiettivo, tale intervento sarà presentato come una fase di normalizzazione più che come una stretta, evidenziando il fatto che le ripercussioni della politica caratterizzata dai tassi di interesse negativi stanno superando progressivamente i suoi vantaggi. Nel primo semestre del prossimo anno ci aspettiamo qualche operazione mirata di rifinanziamento a più lungo termine.

In un contesto già poco promettente, si intensificano i rischi per la politica europea. Innanzitutto, c'è la saga sul bilancio in Italia e il potenziale rischio di un contagio finanziario. Come previsto, la Commissione Europea ha aperto la procedura per eccesso di indebitamento. Se le nostre previsioni macroeconomiche sono corrette, le agenzie di credito potrebbero rivedere le loro valutazioni al ribasso nei prossimi mesi, mentre il rallentamento della crescita farà risalire il debito pubblico. In secondo luogo, mentre il Primo Ministro Theresa May il 14 novembre ha perfezionato l'accordo con la Commissione Europea per l'uscita del Regno Unito dall'unione, i sostenitori della Brexit, il Partito Unionista Democratico dell'Irlanda del Nord e i Laburisti hanno manifestato la loro opposizione e c'è il rischio che il Parlamento britannico respinga la proposta a dicembre. L'incertezza politica resta chiaramente alta nel Regno Unito e siamo consapevoli che c'è la possibilità concreta che si arrivi a marzo con un "no deal". Infine, l'amministrazione americana ha alleggerito le pressioni protezionistiche contro la Cina, ma l'imposizione dei dazi nel settore automobilistico dell'Unione Europea resta possibile nel corso del 2019.

## **Asset Allocation: un piede sul freno**

Il 2018 è stato un anno di frustrazioni per gli investitori. Nonostante un contesto economico abbastanza positivo e un'ottima crescita degli utili nella maggior parte delle regioni, i mercati globali hanno realizzato scarse performance. Nel momento in cui scriviamo, tutte le principali categorie di investimento liquide hanno riportato un rendimento complessivo negativo da inizio anno. Nell'Outlook 2018 avevamo ipotizzato che la chiusura del Quantitative Easing avrebbe potuto avere qualche conseguenza negativa, facendo scendere i prezzi degli strumenti finanziari e aumentare le correlazioni. Dalla seconda metà del 2018, il volume dei titoli detenuti dalle banche centrali globali è calato, con l'avvio di un processo di disinvestimento che potrebbe durare diversi anni.

Se questa previsione si rivelasse corretta, il 2019 potrebbe essere difficile come il 2018. È per questo che vogliamo essere più prudenti nell'asset allocation. Le prospettive ci sembrano meno positive per gli strumenti più esposti al rischio e prevediamo di riportare le azioni a una posizione neutrale nel corso del prossimo anno. Conserviamo inoltre una posizione sottopesata nel credito, e neutrale in liquidità e titoli di Stato.

L'orientamento prudente della BCE, l'inflazione che continua a deludere (breakeven stabile) e l'intensificarsi del rischio politico in Italia dovrebbero mantenere i rendimenti dei Bund entro una banda di oscillazione tra lo 0,2% e lo 0,7%. La situazione in Italia si è deteriorata e ci aspettiamo un rialzo dei rendimenti dei bond decennali, che potrebbero superare il 4%. Negli Stati Uniti, c'è valore nei Treasury oltre la soglia del 3,25%, soprattutto come fattore di differenziazione nel caso di un rallentamento macroeconomico più pronunciato. Gli spread di credito resteranno probabilmente sotto pressione nel 2019 a causa di una serie di fattori macroeconomici e di uno scenario tecnico meno vantaggioso. In particolare, siamo preoccupati per la percentuale record di titoli di credito con rating BBB nel segmento investment grade, poiché questo alimenta il rischio che confluiscono nell'high yield.

Tornando alle azioni, il nostro scenario di base di una decelerazione dell'attività economica potrebbe gravare sulla crescita dei ricavi mentre si intensificano anche le pressioni sugli utili. La crescita degli utili per azione dovrebbe attestarsi intorno al 7% per le azioni globali. Ciononostante, il calo della liquidità in eccesso e l'aumento dei tassi di interesse a breve termine negli Stati Uniti, oltre a un eventuale aumento dei premi per il rischio azionario determinato da un incremento della volatilità e dall'indebolimento della fiducia degli investitori, indicano che c'è poco spazio per un'espansione dei multipli.

## Previsioni macroeconomiche

Crescita del Pil reale (%)	2018*	2019*		2020*	
		AXA IM	Consensus	AXA IM	Consensus
<b>Mondo</b>	<b>3,8</b>	<b>3,6</b>		<b>3,5</b>	
<b>Economie consolidate</b>	<b>2,4</b>	<b>2,0</b>		<b>1,5</b>	
Stati Uniti	2,9	2,3	2,6	1,4	1,9
Eurozona	1,6	1,4	1,7	1,2	1,5
Germania	1,5	1,4	1,7	1,2	1,5
Francia	1,6	1,4	1,7	1,3	1,6
Italia	1,0	0,6	1,0	0,5	0,9
Spagna	2,5	2,2	2,3	1,7	1,9
Giappone	0,9	0,9	1,1	0,5	0,6
Regno Unito	1,3	1,8	1,5	2,0	1,6
Svizzera	3,0	1,7	1,7	1,5	1,7
<b>Economie emergenti</b>	<b>4,7</b>	<b>4,6</b>		<b>4,7</b>	
<b>Asia</b>	<b>6,3</b>	<b>6,1</b>		<b>6,1</b>	
Cina	6,6	6,1	6,2	6,1	6,0
Corea del Sud	2,8	2,6		2,5	2,5
Altri Paesi emergenti in Asia	6,1	6,1		6,1	
<b>America latina</b>	<b>1,2</b>	<b>2,1</b>		<b>2,2</b>	
Brasile	1,5	2,5	2,3	2,5	2,6
Messico	2,2	2,2	2,1	2,0	2,4
<b>Emergenti Europa</b>	<b>3,2</b>	<b>2,2</b>		<b>2,6</b>	
Russia	1,9	1,8	1,5	1,8	1,7
Polonia	5,2	3,5	3,6	3,0	3,1
Turchia	3,5	0,5	0,8	2,5	3,0
<b>Altri Paesi emergenti</b>	<b>2,9</b>	<b>3,2</b>		<b>3,4</b>	

Fonte Bloomberg, FMI e Ricerca AXA IM – al 23 novembre 2018

Inflazione CPI (%)	2018*	2019*		2020*	
		AXA IM	Consensus	AXA IM	Consensus
<b>Economie consolidate</b>	<b>2,0</b>	<b>2,0</b>		<b>2,0</b>	
Stati Uniti	2,0	2,0	2,3	2,0	2,2
Eurozona	1,8	1,7	1,7	1,4	1,7
Giappone	1,2	1,0	1,9	0,0	1,7
Regno Unito	2,5	2,0	1,7	2,3	1,5
Svizzera	0,6	0,6	1,4	0,0	1,3
Altre economie consolidate	1,8	1,9		2,0	

Fonte: Bloomberg, FMI e Ricerca AXA IM – al 23 novembre 2018

Queste stime non sono necessariamente un indicatore affidabile dei risultati futuri.

## Previsioni sulla politica monetaria

<b>Politica delle banche centrali</b>							
<b>Date degli incontri e cambiamenti previsti (tassi in p.b. / QE in mld)</b>							
		<b>Corrente</b>	<b>Fine 2018</b>	<b>Q1 - 19</b>	<b>Q2 - 19</b>	<b>Q3 - 19</b>	<b>Q4 - 19</b>
<b>Stati Uniti - Fed</b>	Date	2,00 - 2,25	18-19 dic	29-30 gen	30-1 apr/mag	30-31 lug	29-30 ott
	Tassi		+0,25 (2,25-50)	+0,25 (2,5-75)	+0,25 (2,75-3,00)	inv. (2,75-3,00)	+0,25 (3,00-25)
<b>Eurozona - BCE</b>	Date	-0,40	13 dic	24 gen	10 apr	25 lug	24 ott
	Tassi		inv. (-0,40)	inv. (-0,40)	inv. (-0,40)	+0,15 (-0,25)	inv. (-0,25)
<b>Giappone - BoJ</b>	Date	-0,1/¥42 mila mld	19-20 dic	22-23 gen	24-25 apr	29-30 lug	30-31 ott
	Tassi /QE		inv./taper	net QQE ¥40mila mld	inv./taper	inv./taper	net QQE ¥30mila mld
<b>Regno Unito - BoE</b>	Date	0,75	20 dic	7 feb	2 mag	1 ago	7 nov
	Tassi		inv. (0,75%)	inv. (0,75%)	+0,25% (1,00%)	inv. (1,00%)	+0,25% (1,25%)

Fonte: Datastream, elaborazioni R&IS AXA IM - al 23 novembre 2018

Queste stime non sono necessariamente un indicatore affidabile dei risultati futuri.

Per scoprire tutte le pubblicazioni di AXA IM su mercato e prodotti, visita il nostro **Financial Lab** ed iscriviti alla newsletter settimanale: su [blog.axa-im.it](http://blog.axa-im.it)

#### DISCLAIMER

Prima dell'adesione leggere il Prospetto Informativo. Il presente documento è destinato unicamente a soggetti collocatori ed investitori professionali, e non può essere in alcun modo diffuso al pubblico o consegnato ad investitori che non posseggano tale qualifica. Le informazioni, i dati finanziari e le raccomandazioni formulate da AXA Investment Managers non possono in alcun caso essere interpretate come un offerta d acquisto, di vendita o di sottoscrizione di strumenti finanziari, né come un offerta per la vendita di fondi comuni di investimento, né come un offerta di servizi di investimento. AXA Investment Managers declina ogni responsabilità per l uso che potrebbe essere fatto di queste informazioni e delle conseguenze che potrebbero derivarne. Ogni riproduzione, copia, duplicazione, trasferimento, eseguita con qualunque mezzo, riguardante in tutto o in parte le informazioni, i dati finanziari e le raccomandazioni formulate da AXA Investment Managers sono rigorosamente vietate. Le analisi e le raccomandazioni contenute in questo documento esprimono la strategia globale di AXA Investment Managers. L applicazione di tale strategia è adatta per ciascun portafoglio al fine di ottimizzare i vincoli di gestione che lo caratterizzano. Il presente documento ha scopo esclusivamente informativo e non costituisce, da parte di AXA Investment Managers Paris, offerta all'acquisto o alla vendita, sollecitazione o consulenza d investimento. È stato elaborato sulla base di dati, proiezioni, anticipazioni e ipotesi di natura soggettiva. Le analisi e le conclusioni ivi contenute esprimono un'opinione, basata sui dati disponibili ad una data specifica. In conseguenza della natura soggettiva e indicativa di queste analisi, attiriamo la Vostra attenzione sul fatto che la reale evoluzione delle variabili economiche e i valori dei mercati finanziari potrebbero differire significativamente dalle indicazioni (proiezioni, previsioni, anticipazioni e ipotesi) fornite nel presente documento. Inoltre, per esigenze di semplificazione, le informazioni contenute nel presente documento possono essere considerate esclusivamente soggettive. Il presente documento può essere modificato senza preavviso e AXA Investment Managers Paris ha facoltà di, ma non l obbligo, di aggiornare o rivedere il medesimo. Tutte le informazioni contenute nel presente documento sono state formulate sulla base di dati resi pubblici da provider ufficiali di statistiche economiche e di mercato. AXA Investment Managers Paris declina ogni responsabilità riguardo eventuali decisioni basate sul presente documento. Inoltre, in conseguenza della natura soggettiva delle suddette analisi ed opinioni, i dati, le proiezioni, le previsioni, le anticipazioni e/o le opinioni contenute nel presente documento non sono necessariamente utilizzate o seguite dai team di gestione di AXA IM Paris o dai suoi affiliati che potrebbero agire sulla base delle proprie opinioni e in qualità di dipartimenti indipendenti all interno della Società. Accettando tali informazioni, i destinatari del presente documento concordano che utilizzeranno le informazioni stesse esclusivamente per valutarne il potenziale interesse nelle strategie ivi descritte e per nessun altro scopo e non divulgheranno nessuna delle suddette informazioni a parti terze. Ogni riproduzione, totale o parziale, delle informazioni contenute nel presente documento, salvo espressa autorizzazione da parte di AXA IM, è severamente vietata. Né I MSCI né parti terze coinvolte nella compilazione, computazione o creazione dei dati MSCI offrono garanzia esplicita o implicita riguardo ai dati stessi (o ai risultati ottenibili tramite il loro impiego) e nessuno dei soggetti di cui sopra si assume alcuna responsabilità in merito all originalità, accuratezza, completezza, commerciabilità o adeguatezza al perseguimento di un fine specifico di tali dati. Salvo quanto di cui sopra, in nessun caso I MSCI, sue sussidiarie o altre parti terze coinvolte nella compilazione, computazione o creazione dei dati saranno ritenute responsabili per eventuali danni diretti, indiretti, specifici, punitivi, conseguenti o altro (inclusa la perdita di profitti) anche se debitamente informate della possibilità di tali danni. Nessuna ulteriore distribuzione dei dati MSCI è consentita senza esplicito consenso scritto da parte di MSCI stessa.

EDITOR: AXA Investment Managers SA - Tour Majunga, La Defense 9, 6 place de la Pyramide, 92800 Puteaux, France, immatricolata nel registro del commercio e delle imprese di Nanterre con il numero 393 051 826.

© AXA Investment Managers 2018. Tutti i diritti riservati.