

Cina verso la ripresa

Strategia di investimento



Laurent Clavel,
Head of AXA IM Research,
Core Investments

Fine della fase di rallentamento in vista per gli scambi commerciali globali e per l'attività in Cina

All'inizio del mese avevamo delineato uno scenario più accomodante, con la Federal Reserve che rivedeva al ribasso i *dot plot* e annunciava la chiusura anticipata del processo di ridimensionamento del bilancio, e con la Banca centrale europea (BCE) che annunciava l'estensione della *forward guidance*. Considerati gli stimoli fiscali di ampia portata in Cina (per un valore superiore al 2% del Pil) e gli incentivi fiscali più modesti in diversi stati membri dell'Eurozona, tutto sembrava pronto per un'accelerazione progressiva dell'economia.

Dato che la fonte principale del rallentamento erano gli scambi commerciali in Asia e la Cina, in questa Investment Strategy mensile ci concentriamo su questi due aspetti, sviluppando nuovi indicatori a integrazione dei nostri strumenti. Primo, il

In primo piano

- In considerazione del quadro politico, caratterizzato dall'approccio accomodante della Federal Reserve e della Banca centrale europea e dagli stimoli fiscali in Cina e nell'Eurozona, eravamo in attesa dei segnali di una ripresa ciclica.
- Ci concentriamo sulla Cina e sugli scambi commerciali in Asia: su entrambi i fronti, sembra che il rallentamento stia per toccare il fondo.
- È una buona notizia per l'Eurozona dove, finora, sono stati registrati progressi alquanto modesti.
- Il Pil degli Stati Uniti dovrebbe rallentare per il terzo trimestre consecutivo, in parte a causa di fattori temporanei. Eppure, il nostro modello che delinea le probabilità di recessione negli USA si sta avvicinando in modo preoccupante al limite.
- A fronte di tale contesto macroeconomico, la nostra propensione al rischio è modesta ma in aumento, soprattutto nei prodotti a spread (High Yield USA e debito dei mercati emergenti) grazie alla rinnovata tendenza verso tassi globali più bassi.

nostro Economic Cycle Indicator (ECI) relativo alla Cina rettifica e combina diversi indicatori dell'attività, che mostrano che la tendenza ciclica contrasta con la massima stabilità dei dati ufficiali di crescita del Pil. L'indice ECI coglie il trend sottostante della domanda locale in Cina e monitora le oscillazioni delle importazioni e degli utili delle aziende del Paese. Tale indicatore conferma che l'attività in Cina ha subito una profonda decelerazione dal 2017, come avvenne nel 2015. In prospettiva futura, i primi indicatori confermano che la domanda cinese dovrebbe toccare il fondo nei prossimi mesi. Tra questi evidenziamo un aumento dei prestiti da gennaio, che riflettono gli stimoli introdotti nel Paese, un fenomeno che storicamente ha preceduto di circa 6 mesi una ripresa dell'attività. È rassicurante poiché, sebbene la crescita del Pil reale in Cina sia stata sorprendentemente al rialzo nel primo trimestre del 2019 (al 6,4% su base annua), le importazioni cinesi sono ancora in forte frenata.

Secondo, introduciamo il nostro Asian Export Monitor (AEM) che va ad aggiungersi agli strumenti che abbiamo a disposizione per monitorare gli scambi commerciali globali e si concentra sui Paesi emergenti in Asia. L'AEM abbina i segnali preliminari derivanti dai flussi commerciali mensili dei Paesi chiave che recentemente hanno evidenziato qualche segnale di miglioramento. Anche in questo caso, l'AEM segnala che la crescita delle esportazioni in Asia potrebbe essere sul punto di toccare il fondo.

L'Eurozona è in ripresa, mentre gli Stati Uniti rallentano leggermente

L'attuale debolezza degli scambi commerciali globali spiega il rallentamento della produzione industriale mondiale e degli indici manifatturieri, tra cui quelli relativi alle imprese USA. Secondo il consensus, le prospettive macroeconomiche nell'Eurozona erano alquanto promettenti (per tempistiche e portata), pertanto gli ultimi sondaggi tra le imprese europee sono risultati inferiori alle aspettative del consensus. Fino a oggi, i progressi sono stati alquanto modesti. Il miglioramento dell'attività, in Asia e negli scambi mondiali, dovrebbe favorire gli indicatori industriali nei prossimi trimestri. Aspetto più importante, la fiducia delle imprese è rimasta alta nei servizi, allontanando i timori di un contagio derivante dal precedente rallentamento del settore manifatturiero.

Nel frattempo, l'economia statunitense sembra destinata a rallentare per il terzo trimestre consecutivo, con un tasso annualizzato dell'1,5% circa nel 1° trimestre del 2019. Secondo noi, questo andamento sarà però temporaneo: la spesa pubblica e le vendite al dettaglio dovrebbero rimbalzare a sostegno del 2° trimestre (2,5% circa), anche grazie a qualche fattore stagionale. Nel complesso, il nostro modello della probabilità di recessione negli Stati Uniti non raggiunge il limite nei prossimi dodici mesi, ma il margine si sta riducendo e noi continuiamo a prevedere una crescita del Pil USA inferiore alle medie per il prossimo anno (all'1,6% rispetto alle stime di consensus dell'1,9%).

Asset Allocation: propensione al rischio contenuta ma in aumento mentre il carry dei prodotti a spread si fa interessante

Come previsto, i mercati del rischio si aspettano che la crescita globale toccherà il fondo dopo il rallentamento sincronizzato degli ultimi 12 mesi. Gli indici azionari USA hanno segnato nuovi massimi storici, con i PE in aumento, a riflettere l'approccio più accomodante della Fed, e il calo dei rendimenti mentre gli utili del 1° trimestre hanno tenuto abbastanza bene (sulla base dei dati riportati finora). Anche i mercati del credito restano promettenti dopo una performance record nel 1° trimestre, per es. nel segmento High Yield (HY) USA. Il petrolio, le azioni cinesi e delle banche europee riportano i rendimenti più brillanti da inizio anno.

Tale contesto suggerisce una propensione al rischio modesta ma in aumento, soprattutto nei prodotti a spread (High Yield USA e debito dei mercati emergenti) a fronte della rinnovata tendenza verso un calo dei tassi su scala globale. Nell'azionario sovrappesiamo i mercati emergenti e le banche europee, dove i multipli delle valutazioni da inizio anno sono rimasti indietro rispetto alle azioni USA. Conserviamo una posizione neutrale sulla duration nell'ambito del reddito fisso globale. È un approccio ispirato alla prudenza mentre ci avviciniamo a una possibile svolta nella crescita globale dove servono altri segnali prima di diventare più prudenti sulla duration.

[Scarica tutta la documentazione dell'Investment Strategy di aprile](#)

Global Macro Monthly – US

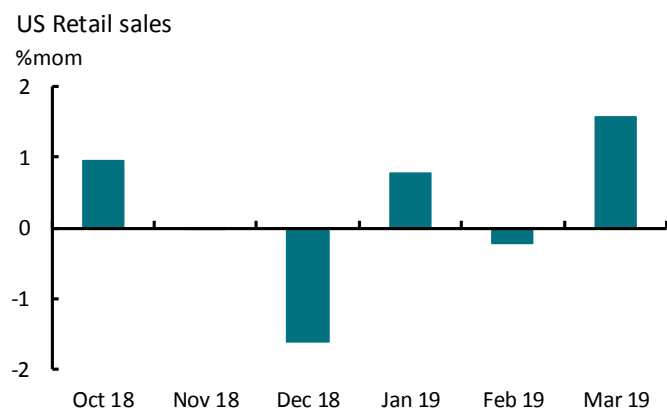


David Page,
Senior Economist,
Macro Research – Core Investments

Crescita in accelerazione nel 2° trimestre

Con l'inversione della curva dei rendimenti a 3 mesi/10 anni a fine marzo si è intensificato il dibattito su una possibile recessione negli Stati Uniti. In passato, le inversioni della curva hanno rappresentato un indicatore affidabile di imminente decelerazione economica. Crediamo che le inversioni continueranno a essere un indicatore importante. Riflettono gli incentivi all'erogazione del credito da parte delle banche e pertanto fungono da indicatore anticipatore degli standard di credito nell'ambito dell'economia. Storicamente, però, le fasi di recessione economica in genere sono iniziate dopo una persistente inversione in concomitanza con altri segnali provenienti dai mercati del credito. L'episodio più recente è durato solo qualche settimana, mentre l'attività sul mercato del credito è rimasta favorevole. Tuttavia, non ci aspettiamo che gli Stati Uniti entrino in recessione nei prossimi 12 mesi, sebbene riconosciamo che le probabilità di un rallentamento siano alte qualora si materializzassero i rischi di perdita.

Figura 1: Vendite al dettaglio in aumento alla fine del 1° trimestre



La crescita del Pil USA nel 1° trimestre è destinata a rallentare per il terzo trimestre consecutivo. Noi prevediamo circa l'1,5% annualizzato rispetto al livello massimo del 4,2% nel 2° trimestre dello scorso anno. Attualmente, le aspettative del mercato sono leggermente più elevate, tuttavia hanno oscillato moltissimo in linea con i "now tracker" del Pil, tra cui quello della Fed di Atlanta che ha aperto il trimestre segnando una crescita dello 0,3% prima di salire al 2,8%. La spesa delle famiglie dovrebbe gravare sul Pil del 1° trimestre ma dovrebbe riflettere il brusco calo della spesa alla fine dello scorso anno, causato a sua volta dall'improvviso *sell-off* del mercato azionario e dalla temporanea sospensione dei servizi federali negli Stati Uniti. La spesa ha recuperato nel 1° trimestre nonostante gli shock climatici e il rinvio degli incentivi fiscali a metà trimestre, ma i consumi dovrebbero favorire la crescita nel 2° trimestre (Figura 1). Anche la spesa pubblica dovrebbe incidere negativamente sul 1° trimestre, a causa della sospensione dei servizi federali avvenuta all'inizio del periodo. Anche questo indicatore dovrebbe recuperare nel 2° trimestre. Inoltre, diversi studi continuano a evidenziare la "stagionalità" residua dei dati sulla crescita USA, nonostante il Bureau of Economic Analysis abbia detto che la questione è stata risolta. Nella misura in cui persiste una certa stagionalità, ciò dovrebbe favorire il 2° trimestre per cui prevediamo una crescita del 2,5%.

Continuiamo a stimare una crescita del Pil del 2,3% nel 2019 e notiamo che le aspettative di consensus sono scese al 2,4% rispetto al 2,6% alla fine dello scorso anno. In particolare, il FMI recentemente ha abbassato le sue previsioni dal 2,5% di gennaio al 2,3%. Quest'anno la decelerazione è stata trainata, secondo noi, dai ridotti incentivi fiscali e dalla contrazione delle condizioni finanziarie. Tuttavia, con il 2,3%, la crescita potrebbe superare il potenziale e far scendere ulteriormente la disoccupazione che, secondo le nostre previsioni, entro fine anno calerà dal 3,8% al 3,6%. Prevediamo inoltre, nel 2020, una decelerazione della crescita del Pil all'1,6% (rispetto alle stime di consensus dell'1,9%), che dovrebbe riflettere un'ulteriore contrazione delle condizioni finanziarie e il minor sostegno fiscale.

Il verbale dell'incontro della Federal Reserve di marzo ha confermato un approccio "paziente" da parte dell'istituto, ma non ha abbandonato l'ipotesi di rialzo dei tassi: secondo "alcuni" partecipanti, se la crescita salisse oltre il trend, come previsto, ci sarebbe spazio per una moderata stretta monetaria prima di fine anno. Noi prevediamo che la banca centrale americana non interverrà ancora sui tassi nel corso del 2019. "Pazienza" a parte, la Fed sembra sempre più concentrata sulle stime

inflazionistiche contenute e sul rischio che le aspettative inflazionistiche si posizionino al di sotto del tasso target della banca centrale. A tali timori si sommano probabilmente le aspettative inflazionistiche a 5/10 anni che sono scese a un minimo pluriennale del 2,3%. Pertanto, la banca centrale americana difficilmente opererà una stretta monetaria prima di avere le prove che l'inflazione abbia superato il target. Sospettiamo che l'istituto oggi possa tollerare (o persino incoraggiare) un lieve superamento del target. Questo sarà probabile solamente nel 2020, per cui crediamo che ci sarà l'opportunità di alzare i tassi nel 1° semestre del 2020, prima che si susseguano i segnali di rallentamento della crescita economica. Tuttavia, i mercati finanziari considerano i tagli più probabili sia nel 2019 che nel 2020. Per questo, crediamo che le prospettive economiche dovrebbero peggiorare, in linea con il manifestarsi dei rischi di perdita.

Uno dei rischi riemersi riguarda la politica commerciale degli Stati Uniti. Mentre attendiamo, nei prossimi mesi, un incontro tra il Presidente degli Stati Uniti Donald Trump e il Premier cinese Xi Jinping che confermi una lunga tregua nella guerra commerciale tra i due Paesi, Trump ha minacciato di aprire un altro fronte del conflitto, questa volta con l'UE. Il Rappresentante del Commercio degli Stati Uniti ha proposto dazi su 11 miliardi di dollari di merci associati a una sentenza dell'Organizzazione mondiale del commercio (WTO) in merito ai sussidi UE ad Airbus. Anche se questo rappresenta solo il 2% circa delle importazioni USA dall'UE, ci ricorda l'inizio dell'escalation della guerra commerciale con la Cina lo scorso anno. Aspetto più preoccupante, a febbraio la Casa Bianca ha ricevuto un rapporto in riferimento alla Section 232 che riguarda le implicazioni per la sicurezza nazionale del settore automobilistico. Nel mese di maggio si attende una risposta che potrebbe portare a un aumento dei dazi sulle importazioni statunitensi di auto. Se i dazi venissero imposti all'UE, rappresenterebbero un ulteriore 13% delle importazioni dell'Unione Europea. Potrebbe essere interpretata come una nuova escalation delle tensioni commerciali globali, nonché portare a una nuova contrazione delle condizioni finanziarie.

Mensile Global Macro – UME



Apolline Menut,
Economista (Eurozona),
Macro Research – Core Investments

Segnali eterogenei dagli indicatori sull'attività...

Gli indicatori dell'attività nell'Eurozona restano eterogenei: i dati deludenti provenienti dalle imprese contrastano con gli *hard data* più positivi. Gli indici PMI flash di aprile sono sorprendentemente al ribasso, con l'indice composito dell'Eurozona in lieve calo a 51,3, il minimo a tre mesi. La divergenza tra il settore manifatturiero orientato alle esportazioni e il settore dei servizi orientato al mercato locale resta significativa, sebbene si sia ridotta leggermente a fronte dell'indebolimento del sentiment nei servizi. Secondo noi, quest'ultimo riflette la frenata delle economie non core, in particolare dopo il forte incremento della fiducia dei servizi a marzo in Italia e in Spagna. Inoltre, i piani di assunzione restano orientati favorevolmente nei servizi (massimo a cinque mesi), a conferma della solidità del mercato locale. Le vendite al dettaglio robuste, con un *carry over* del 1° trimestre dello 0,6% su base trimestrale, lanciano un messaggio analogo e ci rendono fiduciosi sulla crescita dei consumi privati nell'Eurozona dello 0,3% nel 1° trimestre.

Nel settore manifatturiero, il sentiment si è consolidato sia in Germania che in Francia ma, nel complesso, resta in territorio di profonda recessione. I nuovi ordini all'esportazione sono scesi parecchio, sui minimi dal 2014, in linea con la nostra percezione che il miglioramento in Cina si avverterà solo con ritardo nell'Eurozona nel 3° trimestre. L'ottimismo è sceso sui livelli minimi dal 2012, a indicare che si prevede che la debolezza del manifatturiero duri a lungo a fronte delle minacce protezionistiche, in particolare per i dazi sulle auto imposti dagli Stati Uniti. Il calo di fiducia nel manifatturiero contrasta con il miglioramento dei dati sulla produzione industriale. Il *carry over* del 1° trimestre è dello 0,7% su base trimestrale, il livello più alto dal 4° trimestre 2017. È il segnale che il settore industriale probabilmente ha cessato di agire da freno sul Pil nel 1° trimestre. Ma gli indicatori del sentiment delle imprese segnalano che tale miglioramento potrebbe non essere sostenibile. Ciò comporta dei rischi di ribasso per la nostra stima del Pil per il 2° trimestre del 2019 dello 0,3%. Anche se i rischi ci sembrano equilibrati relativamente alle nostre proiezioni di crescita del 1° trimestre dello 0,2%, i dati flash sul Pil nel 1° trimestre saranno pubblicati il 30 aprile.

... Segnali eterogenei dalla BCE

La conferenza stampa della Banca centrale europea (BCE) di aprile ha adottato toni molto accomodanti, ma le dichiarazioni dei membri del Consiglio Direttivo rilasciate successivamente appaiono più eterogenee. Il Presidente Mario Draghi ha preso atto che i dati in ingresso erano ancora deboli, soprattutto nel settore manifatturiero, e che il rallentamento stava durando più del previsto. Ha sottolineato l'importanza delle proiezioni di giugno. A quel punto, la BCE spera di avere chiarezza sui dazi sulle auto e informazioni su un'eventuale ripresa esterna, il presupposto principale alla base della previsione dell'istituto di un'accelerazione della crescita nel secondo semestre del 2019. La dipendenza dai dati è stata sottolineata anche nelle decisioni sui prezzi nell'ambito dell'operazione mirata di rifinanziamento a più lungo termine (TLTRO III), unitamente a una valutazione esauriente del canale di trasmissione bancario della politica monetaria. Secondo la dichiarazione introduttiva, la BCE valuterà se, per mantenere i tassi negativi, serve contenere eventuali effetti collaterali. Infine, il Presidente Draghi ha dichiarato ripetutamente che i mercati hanno compreso la funzione di reazione della BCE, dopo la conferenza ECB Watchers. A nostro giudizio, confermando il rally dei tassi, Draghi ha avallato l'interpretazione del mercato secondo la quale l'adozione di un sistema su più livelli rifletterebbe l'aspettativa che non sono previsti altri rialzi dei tassi. Dopo la conferenza, la sensazione è che il sistema a scaglioni e nuovi tagli dei tassi siano possibili, mentre il piano TLTRO III potrebbe essere generoso quanto le operazioni esistenti. Dunque le operazioni TLTRO III fornirebbero uno stimolo di politica monetaria più che limitarsi a impedire un brusco crollo del credito.

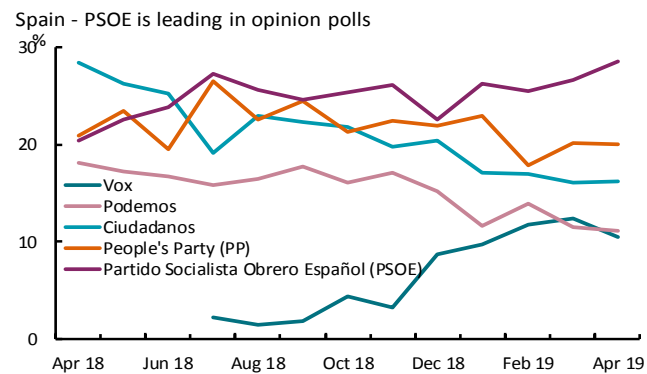
Le ultime dichiarazioni dei membri del Consiglio Direttivo, in particolare da parte di Benoit Coeure, hanno un po' ridimensionato sia la necessità del sistema a scaglioni, sia le condizioni dei TLTRO III. Noi non prevediamo l'uso del sistema a scaglioni. Crediamo che servirebbe un notevole deterioramento delle prospettive e una risoluta estensione della *forward guidance* prima che la BCE si decida a intraprendere questa strada.

... e segnali ancora più eterogenei dalla politica

Il 28 aprile in Spagna si terranno le elezioni generali, e da febbraio i sondaggi hanno subito numerose evoluzioni. A inizio anno, il vincitore più probabile sembrava una coalizione tra i conservatori del PP, i centristi di Ciudadanos e l'estrema destra

di Vox, ma oggi non è più così. Il partito socialista PSOE ha guadagnato voti sottraendoli sia a Podemos che a Ciudadanos e potrebbe guidare il prossimo governo coi partiti regionali e Podemos (Figura 2). Un'altra opzione potrebbe essere una coalizione tra PSOE e Ciudadanos, che è stata però esclusa dai primi a causa delle divergenze sulla questione catalana. Non escludiamo lunghi negoziati né nuove elezioni, come accadde nel 2015.

Figura 2: Uno scenario politico frammentario



Fonte: Celeste-Tel, El Diario, Simple Logica, Invymark, La Sexta, KeyData, Publico, El Pais e AXA IM Research

Nonostante l'incertezza politica, compreso il possibile riaccendersi delle tensioni tra Madrid e la Catalogna, queste elezioni dovrebbero provocare un impatto economico limitato nel breve termine. Infatti, difficilmente verranno annullate le riforme strutturali del passato, né ne saranno approvate di nuove, considerata la frammentarietà della scena politica.

Mensile Global Macro - Regno Unito



David Page,
Senior Economist,
Macro Research – Core Investments

Rinviata la Brexit, si prolunga l'incertezza

Il Regno Unito ha chiesto una nuova estensione dell'Articolo 50 allo scopo di evitare il *no deal* sulla Brexit il 12 aprile. L'UE ha concordato di estendere la scadenza al 31 ottobre, con l'intesa di chiudere in anticipo il procedimento qualora l'accordo per l'uscita dall'UE fosse approvato prima di tale data. Il Primo Ministro Theresa May probabilmente cercherà di far approvare il suo accordo ancora una volta per risolvere la questione Brexit ed evitare le elezioni europee del 23 maggio, ma noi non siamo ottimisti sulle sue probabilità di successo. Un altro fallimento potrebbe incidere sulle chance del Primo Ministro in vista delle elezioni regionali (2 maggio) e poi delle elezioni europee. Questi sviluppi alimentano l'incertezza politica e sono in molti a credere che il Primo Ministro potrebbe dimettersi nei prossimi mesi. Per quanto un cambio di leadership per i Conservatori possa avvenire senza le elezioni, la fragilità del governo attuale e il rischio di un'impasse prolungata per la Brexit fanno aumentare le possibilità che si giunga a nuove elezioni, e forse a un secondo referendum, prima della nuova scadenza.

Prolungare l'incertezza a livello locale significa che le difficoltà attuali continueranno a gravare sull'attività economica del Paese. Gli investimenti delle imprese ristagnano dal referendum del 2016 e più recentemente è stato registrato un calo di fiducia da parte delle famiglie che fa da freno al mercato immobiliare. Comunque, i dati sul Pil del 1° trimestre potrebbero rimbalzare rispetto allo 0,2% del 4° trimestre (su base trimestrale) e noi potremmo dover rivedere le nostre stime attuali dello 0,3%. Questo riflette verosimilmente una ripresa della domanda manifatturiera dall'estero nel breve termine e un incremento delle scorte locali, entrambi come precauzione in vista della scadenza originaria della Brexit del 29 marzo. Entrambi gli aspetti dovrebbero risolversi nei prossimi trimestri. Abbiamo rivisto leggermente al ribasso le nostre stime sul Pil 2019 all'1,2% (dall'1,3%) ma abbiamo ridotto in misura più significativa le previsioni per il 2020 all'1,1% (dall'1,5%) nell'aspettativa che persista l'attuale incertezza.

Ad oggi, la crescita dell'occupazione resta robusta. L'effetto sugli investimenti delle imprese, derivante dall'incertezza sulla Brexit, ha contenuto la crescita della produttività: la crescita annuale ha rallentato dall'1,1% del 2017 allo 0,2% soltanto nel 2018. La domanda di manodopera continua e la disoccupazione a febbraio è rimasta sul minimo in 44 anni del 3,9%, mentre l'aumento dei salari non era stato così rapido da un decennio (3,5%). La crescita del costo unitario del lavoro continua a buon ritmo, tanto che il Comitato di politica monetaria della Bank of England teme pressioni inflazionistiche. Tuttavia, a fronte di prospettive di crescita più contenute, prevediamo un lieve aumento della disoccupazione nei prossimi due anni. Pertanto, non ci aspettiamo una stretta da parte della Bank of England prima della fine del mandato del Governatore Mark Carney a gennaio del prossimo anno.

Mensile Global Macro – Giappone



Hugo Le Damany,
Economista (Giappone),
Macro Research – Core Investments

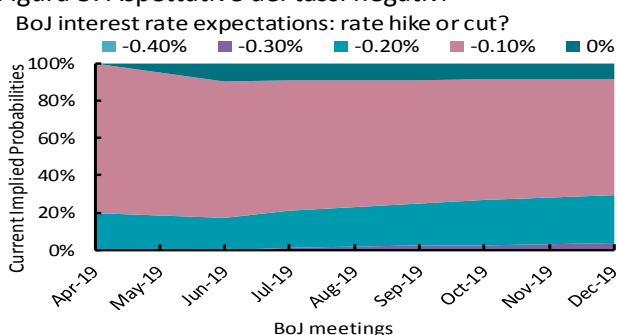
Giappone: previsto un moderato rimbalzo

Per i primi tre mesi del 2019, i nostri tracker del Pil in Giappone segnalano una crescita annualizzata su base trimestrale del -0,5%. I dati sulle esportazioni di gennaio e febbraio hanno risentito del Capodanno cinese e delle incertezze in merito ai negoziati commerciali tra Cina e Stati Uniti. Persino col rimbalzo dei dati di marzo, le esportazioni hanno recuperato appena dal livello di dicembre. I consumi continuano a deludere, con un lieve miglioramento delle vendite al dettaglio, al +0,6% su base annua. I dati PMI flash manifatturieri di marzo sono in lieve aumento da 49,2 a 49,5 ma restano sottotono. La Banca del Giappone ha pubblicato il rapporto Tankan che illustra una relativa tenuta dell'economia nei primi mesi del 2019. L'analisi ha evidenziato inoltre la volontà delle imprese giapponesi di aumentare gli investimenti fissi.

Ci aspettiamo un sostenuto rimbalzo dell'attività nel 2° trimestre. Il calo della disoccupazione dovrebbe far salire i salari e le tradizionali negoziazioni annuali dei salari di primavera ("Shunto") sono relativamente invariate (+2,15% rispetto al 2,26% dello scorso anno). Inoltre, prevediamo che alcuni acquisti verranno anticipati in vista degli aumenti dell'IVA di ottobre e questo potrebbe alimentare i consumi. Le esportazioni dovrebbero essere stimolate dall'aumento della domanda dagli Stati Uniti e dagli stimoli fiscali e monetari in Cina. Tuttavia, gli effetti negativi potrebbero dipendere anche dall'inizio delle trattative commerciali tra Giappone e Stati Uniti. Inoltre, la festa nazionale aggiuntiva che celebrerà l'incoronazione del nuovo imperatore a fine aprile potrebbe incidere sulla crescita non rettificata.

La Banca del Giappone si riunisce il 24-25 aprile. A livello di politica monetaria, è stato mantenuto lo status quo anche se prevediamo che aumentino le aspettative di espansione della politica dei tassi negativi (NIRP) (Figura 3). Ciò ha riflesso la percezione di una crescente probabilità di recessione e l'incapacità della banca centrale di centrare il suo obiettivo inflazionistico. Tuttavia, continuiamo a credere che la Banca del Giappone manterrà lo status quo almeno durante il 2019, soprattutto alla luce del possibile impatto negativo di tale politica sul sistema finanziario.

Figura 3: Aspettative dei tassi negativi



Fonte: Bloomberg e AXA IM Macro Research, aprile 2019

Mensile Global Macro – Cina



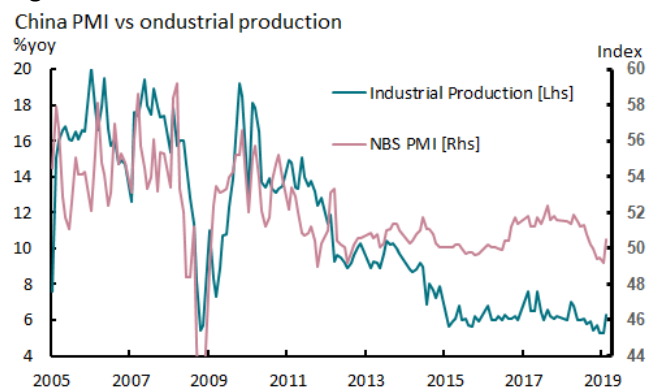
Aidan Yao,
Economista (Cina),
Macro Research – Core Investments

I dati molto positivi indicano che la crescita ha toccato il fondo

Dopo un avvio d'anno sottotono, a marzo l'economia cinese ha rimbalzato vigorosamente. Questo ha fatto salire la crescita del 1° trimestre al 6,4% su base annua, in linea con il 4° trimestre dello scorso anno, sfidando il mercato e le nostre aspettative di una costante decelerazione.

La vera sorpresa è arrivata dalla forza generalizzata dei dati sull'attività di marzo. La crescita della produzione industriale è salita all'8,5% su base annua (dal 5,7%), toccando il massimo livello dal 2014 (Figura 4). Sebbene marzo sia solitamente un mese robusto dal punto di vista stagionale per la produzione industriale (poiché le fabbriche riprendono la produzione dopo il Capodanno lunare), il rimbalzo di 2,8 punti percentuali di quest'anno ha decisamente superato le attese.

Figura 4: I dati sull'attività indicano una robusta accelerazione



Fonte: CEIC ed elaborazioni AXA IM R&IS

Tracciando la fonte di crescita, sia la domanda locale che estera sembrano migliorate a marzo. I dati sugli scambi della scorsa settimana hanno segnalato un forte rimbalzo della crescita delle esportazioni in Cina dal -20,7% di febbraio al 14,2%. Internamente, le vendite al dettaglio hanno battuto le aspettative del mercato. Solo gli investimenti manifatturieri hanno deluso, con un calo della crescita nonostante gli indici PMI robusti. È possibile che alcune aziende abbiano posticipato le loro decisioni di investimento, in attesa dell'aumento di liquidità derivante dai tagli dell'IVA/imposte.

Nel complesso, i dati molto positivi sono una sorpresa per l'intera economia cinese. Anche se parte di questa forza potrebbe diminuire ad aprile (quando verrà meno l'effetto stagionale), i segnali accumulati finora indicano che il peggio del rallentamento ciclico cinese dovrebbe essere alle nostre spalle. Pertanto abbiamo rivisto al rialzo le nostre stime di crescita per il 2019 dal 6,1% al 6,3%, in parte grazie alla sorpresa sul Pil del 1° trimestre e in parte per la prevista risoluzione della guerra commerciale.

Mensile Global Macro – Mercati emergenti



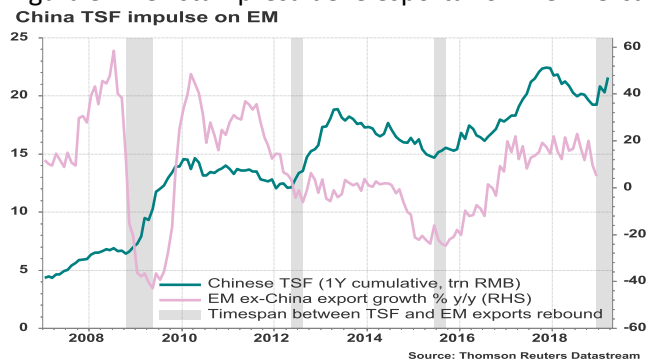
Irina Topa-Serry,
Economista (Mercati emergenti),
Macro Research – Core Investments

Ripresa economica in vista, ma attenzione alla politica

I dati molto positivi in Cina hanno diffuso la convinzione che siamo alle soglie di una lenta ma inevitabile ripresa su scala globale. In passato, quando la politica monetaria cinese si è fatta più accomodante, ha favorito i mercati emergenti con effetti visibili nel giro di 3/6 mesi. Potremmo dunque assistere a un effettivo miglioramento delle esportazioni nel secondo trimestre di quest'anno (

Figura 5). Qualche aumento si può già notare nei dati all'esportazione di Corea e Taiwan. In rallentamento da inizio 2018, la produzione industriale mostra segnali di stabilizzazione, mentre i recenti indici PMI evidenziano un'accelerazione, sia nel manifatturiero che nei servizi.

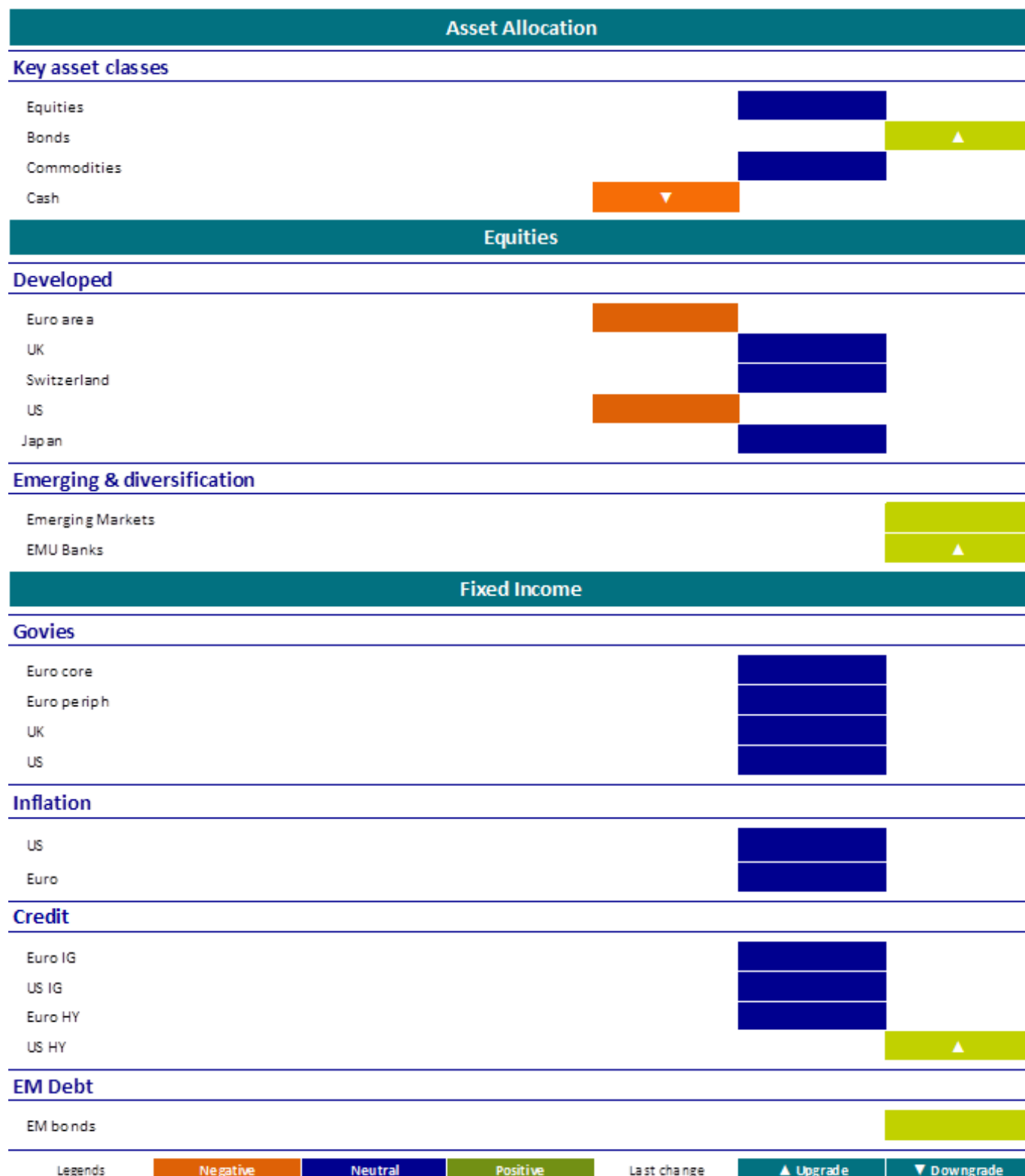
Figura 5: Prevista ripresa delle esportazioni nei mercati emergenti



Fonte: Datastream e AXA IM Research

Eppure l'attività in diversi dei principali Paesi resta contenuta dalle incertezze politiche. Dopo le recenti elezioni locali in Turchia, il partito al governo ha chiesto nuove elezioni a Istanbul, che potrebbero avere luogo a giugno, per il sospetto di brogli. La prolungata turbolenza politica potrebbe minare la sostenibilità della nascente ripresa economica. In Argentina, la persistente inflazione (54,7% su base annua a marzo) e le sue ripercussioni sul potere di acquisto delle famiglie hanno danneggiato gravemente la popolarità del Presidente Macri in vista delle elezioni di quest'anno. Il governo ha annunciato diversi provvedimenti monetari e non monetari volti a controllare l'inflazione e ad alleviare l'onere sociale della correzione economica in corso, ma la loro potenziale efficacia resta da dimostrare. In Brasile, gli occhi restano puntati sulla riforma previdenziale. Il Congresso deve approvare una versione costruttiva della proposta dell'amministrazione Bolsonaro per garantire la sostenibilità del debito e liberare il potenziale di crescita economica del Paese. L'attuale incertezza politica in Messico con l'amministrazione di Lopez Obrador grava sulle prospettive di investimento. Il processo di ratifica del nuovo NAFTA (l'accordo nordamericano di libero scambio) con gli Stati Uniti deve procedere senza scossoni nei prossimi mesi.

Asset allocation suggerita



Fonte: AXA IM Research – Al 25 aprile 2019

Previsioni macroeconomiche

Real GDP growth (%)	2018	2019*		2020*	
		AXA IM	Consensus	AXA IM	Consensus
World	3.6	3.4		3.5	
Advanced economies	2.3	1.7		1.5	
US	2.9	2.3	2.4	1.6	1.9
Euro area	1.8	1.0	1.1	1.1	1.4
Germany	1.4	0.9	0.9	1.2	1.4
France	1.5	1.1	1.2	1.2	1.4
Italy	0.9	0.0	0.1	0.6	0.7
Spain	2.5	2.2	2.2	1.6	1.9
Japan	0.7	0.5	0.7	0.5	0.5
UK	1.3	1.2	1.2	1.1	1.5
Switzerland	2.5	1.0	1.2	1.3	1.6
Emerging economies	4.4	4.4		4.7	
Asia	6.0	5.6		5.5	
China	6.6	6.3	6.2	6.1	6.0
South Korea	2.7	2.6	2.5	2.5	2.4
Rest of EM Asia	5.7	5.5		5.4	
LatAm	1.1	1.3		2.1	
Brazil	1.1	2.0	2.0	2.5	2.5
Mexico	2.2	1.4	1.6	1.8	1.9
EM Europe	2.3	2.2		2.7	
Russia	2.3	1.8	1.5	1.8	1.7
Poland	5.2	3.5	3.8	3.0	3.4
Turkey	2.9	0.2	-0.8	3.0	2.5
Other EMs	2.4	2.4		3.5	

Source: Bloomberg, IMF and AXA IM Macro Research calculations – As of 23 April 2019

CPI Inflation (%)	2018	2019*		2020*	
		AXA IM	Consensus	AXA IM	Consensus
Advanced economies	1.9	1.6		1.9	
US	2.4	2.2	1.9	2.6	2.1
Euro area	1.7	1.2	1.3	1.4	1.4
Japan	1.0	0.7	0.8	0.8	1.2
UK	2.5	1.8	2.0	2.3	2.0
Switzerland	0.9	0.7	0.7	1.0	1.0
Other DMs	1.7	1.6		1.8	

Source: Bloomberg, IMF and AXA IM Macro Research calculations – As of 23 April 2019

Queste stime non sono necessariamente un indicatore affidabile dei risultati futuri

Previsioni

Central bank policy						
Meeting dates and expected changes (Rates in bp / QE in bn)						
		Current	Q2 - 19	Q3 - 19	Q4 - 19	Q1 - 20
United States - Fed	Dates	2.25-2.50	30-1 Apr/May	30-31 July	29-30 Oct	Jan (TBC)
	Rates		18-19 Jun	17-18 Sep	10-11 Dec	March (TBC)
			unch (2.25-2.50)	unch (2.25-2.50)	unch (2.50-2.75)	+0.25 (2.75-3.00)
Euro area - ECB	Dates	-0.40	10 Apr	25 July	24 Oct	Jan (TBC)
	Rates		6 Jun	12 Sep	12 Dec	March (TBC)
			unch (-0.40)	unch (-0.40)	unch (-0.40)	unch (-0.40)
Japan - BoJ	Dates	-0.1/¥25tn	24-25 Apr	29-30 Jul	30-31 Oct	Jan (TBC)
	Rates / QE		19-20 Jun	18-19 Sep	18-19 Dec	March (TBC)
			unch/taper	unch/taper	net QQE ¥15tn	unch (-0.10)
UK - BoE	Dates	0.75	2 May	1 Aug	7 Nov	Jan (TBC)
	Rates		20 Jun	19 Sep	19 Dec	March (TBC)
			unch (0.75)	unch (0.75)	unch (0.75)	unch (0.75)

Source: Datastream, AXA IM Macro Research - As of 23 April 2019

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

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 2019. Tutti i diritti riservati.