

Dobbiamo fare i conti coi governi che ci meritiamo

Investment Strategy mensile



Laurent Clavel,
Head of AXA IM Research,
Core Investments

In primo piano

- Si sono riacutizzate le tensioni tra Cina e Stati Uniti, col nuovo round di aumenti dei dazi doganali e la minaccia di una nuova escalation delle controversie
- I dati sul Pil del 1° trimestre sono stati sorprendentemente al rialzo negli Stati Uniti (in misura significativa), in Cina e in Europa
- L'analisi della domanda e i dati più recenti sull'attività in Cina, unitamente ai sondaggi sulla fiducia delle imprese globali, confermano la fragilità della ripresa in corso in caso di eventuali shock
- Le elezioni europee non rappresentano un rischio di per sé ma possono avere implicazioni locali e regionali interessanti
- Abbiamo ridotto leggermente la nostra propensione al rischio attraverso una posizione sottopesata in azioni, mentre siamo sovrappesati nei prodotti a spread a reddito fisso (high yield USA e dei mercati emergenti).

Si torna a parlare di dazi...

I rischi dello scoppio di una guerra commerciale tra Cina e Stati Uniti si sono aggravati molto dalla pubblicazione dell'Investment Strategy del mese scorso. Dopo un incontro con il Rappresentante del Commercio degli Stati Uniti Robert Lighthizer, il Presidente Donald Trump ha annunciato un aumento dei dazi dal 10% al 25% su 200 miliardi di dollari di importazioni dalla Cina e minacciato di imporre un ulteriore 25% sui restanti 300 miliardi di dollari. La misura rappresenta di fatto l'applicazione, ritardata, da parte degli Stati Uniti degli aumenti dei dazi (inizialmente previsti per il 1° marzo) che avevamo incorporato nello scenario di base dell'Outlook 2019.

Dopo mesi di relativi progressi nei negoziati tra Cina e Stati Uniti, l'ultima fiammata di protezionismo USA è stata una

brutta sorpresa per i mercati finanziari, che sono entrati in modalità *risk-off*, nonché per la maggior parte degli osservatori del mercato. A cosa è dovuta questa battuta d'arresto? Primo, prendiamo atto che le autorità statunitensi e la politica commerciale della Casa Bianca si sono dimostrate alquanto volatili negli ultimi mesi. Secondo, il confronto tra Cina e Stati Uniti riguarda aspetti che vanno ben oltre quelli commerciali e, sebbene nel nostro scenario di base prevediamo che l'intesa commerciale si trovi durante l'estate, la consideriamo più una tregua prolungata che una pace definitiva. Terzo, e aspetto più importante per i mercati finanziari, il Presidente Trump potrebbe contare su un salvataggio finanziario da parte della Federal Reserve, ispirato dall'idea che sia "troppo pazzo per fallire". Dall'errore di comunicazione di dicembre (che a nostro avviso non è stato un errore politico), la Fed ha cambiato i toni e la *forward guidance* ("*dot plot*"), adottando chiaramente un orientamento più accomodante. Questa svolta politica a oggi rappresenta una reazione adeguata alla contrazione delle condizioni finanziarie ma incide anche sulla migliore alternativa a un accordo del Presidente Trump, dando alla Casa Bianca la possibilità di adottare una politica commerciale dai toni più aggressivi.

Una fragile ripresa

Il nuovo round di dazi arriva in un momento in cui le nostre speranze di una rapida ripresa ciclica iniziano a trovare conferme. Il Pil USA ha accelerato al 3,2% (annualizzato) nel 1° trimestre, ed è sorprendentemente al rialzo. Anche se in modo irregolare, alcuni fattori a breve termine hanno favorito un inizio d'anno positivo. La crescita nel 2° trimestre sembra mantenersi intorno al 2,0%, sopra il trend, mentre il tasso di disoccupazione negli Stati Uniti è già sui minimi in 50 anni. Nell'Eurozona, la crescita del Pil nel 1° trimestre è stata superiore al previsto in quasi tutti i principali Paesi, all'1,6% (su base trimestrale annualizzata) dopo un preoccupante 0,9% nel 4° trimestre del 2018. Questo sorprendente rialzo potrebbe però essere di breve durata, sulla base degli indici manifatturieri: gli ordini in Germania, per esempio, hanno riportato le peggiori performance nell'arco di dieci anni. La nostra attenta revisione al rialzo delle stime di crescita dell'Eurozona per il 2019 ci porta a un aumento di 0,1 punti percentuali all'1,1%, mentre persistono i rischi.

Gli ultimi dati provenienti dall'Asia sono eterogenei. I dati sull'attività in Cina indicano una generalizzata debolezza ad aprile. Avevamo previsto una correzione stagionale dopo il forte rimbalzo di marzo ma la portata della correzione è stata motivo di riflessione, se non di preoccupazione. Ad aprile, anche gli indici PMI sono scesi leggermente in diversi mercati emergenti, annullando solo in parte i progressi registrati nei due mesi precedenti. Comunque, sulla base dei dati pubblicati da diverse economie asiatiche, la crescita industriale e delle esportazioni stava per toccare il fondo. Nel complesso, confermiamo le prospettive di un progressivo miglioramento economico in Cina e di un approccio

accomodante da parte della Fed ma non ci stanchiamo di sottolineare la vulnerabilità di questa fase di accelerazione nei confronti di uno shock negativo.

Perché è così grave? Più populismo in arrivo

Sfortunatamente, la politica dopo la crisi finanziaria globale ha scartato regolarmente le soluzioni ragionevoli e vantaggiose per tutti. Sembra che nel Regno Unito, dopo il rinvio di sette mesi della Brexit concordato al summit dell'Unione Europea di marzo, non siano stati fatti progressi nei colloqui tra partiti. Una quarta votazione dell'accordo è prevista per la settimana del 3 giugno (un esito a sorpresa è ancora possibile). Seguiranno probabilmente le dimissioni del Primo Ministro Theresa May e una battaglia per la leadership del partito Conservatore mentre cresceranno le probabilità di elezioni anticipate. Per quanto un *no deal* per questo autunno resti un rischio credibile, il nostro scenario di base prevede un'ulteriore estensione dell'Articolo 50.

Vale la pena di seguire anche gli avvenimenti politici in Europa. E questo non perché prevediamo un aumento dei consensi per i populistici alle elezioni del Parlamento europeo del 23-26 maggio. Al contrario, nonostante gli sforzi del Vice Premier italiano Matteo Salvini, l'alleanza dei partiti euroscettici è ricca di divergenze e non riuscirà a ottenere una maggioranza. Un rialzo a sorpresa appare improbabile, considerata la crescente frammentazione politica. Come illustrato nel nostro Tema del mese, queste elezioni sono importanti per le loro implicazioni politiche a livello locale, tra cui la stabilità della coalizione di governo in Italia, la successione del Cancelliere tedesco Angela Merkel e un test per il presidente francese Emmanuel Macron dopo sei mesi di "gilet gialli". E poi ci saranno anche gli altri grandi appuntamenti, in particolare alla Banca centrale europea: il Presidente Mario Draghi e il membro del Comitato esecutivo Benoît Coeuré lasceranno la carica a fine anno.

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

La potenza del rally degli strumenti più esposti al rischio nel 1° trimestre, che ha superato ogni record su alcuni mercati, era destinata a diffondere ansia tra gli investitori in merito a cosa sarebbe accaduto in seguito. Mentre circolava il motto "vendi a maggio" e i mercati cercavano una scusa per operare una correzione, i tweet del Presidente Trump hanno riaperto le controversie commerciali tra Cina e Stati Uniti. La conseguente correzione del mercato è stata tutt'altro che drammatica. L'S&P500 è inferiore ai recenti livelli massimi di meno del 3% e, nel momento peggiore, non è sceso neppure del 5%. Il rendimento dei titoli del Tesoro decennali è calato nuovamente al di sotto del 2,40%, il livello minimo degli ultimi due anni. Non dovrebbe sorprenderci se consideriamo la prevalente percezione del mercato per cui gli scenari

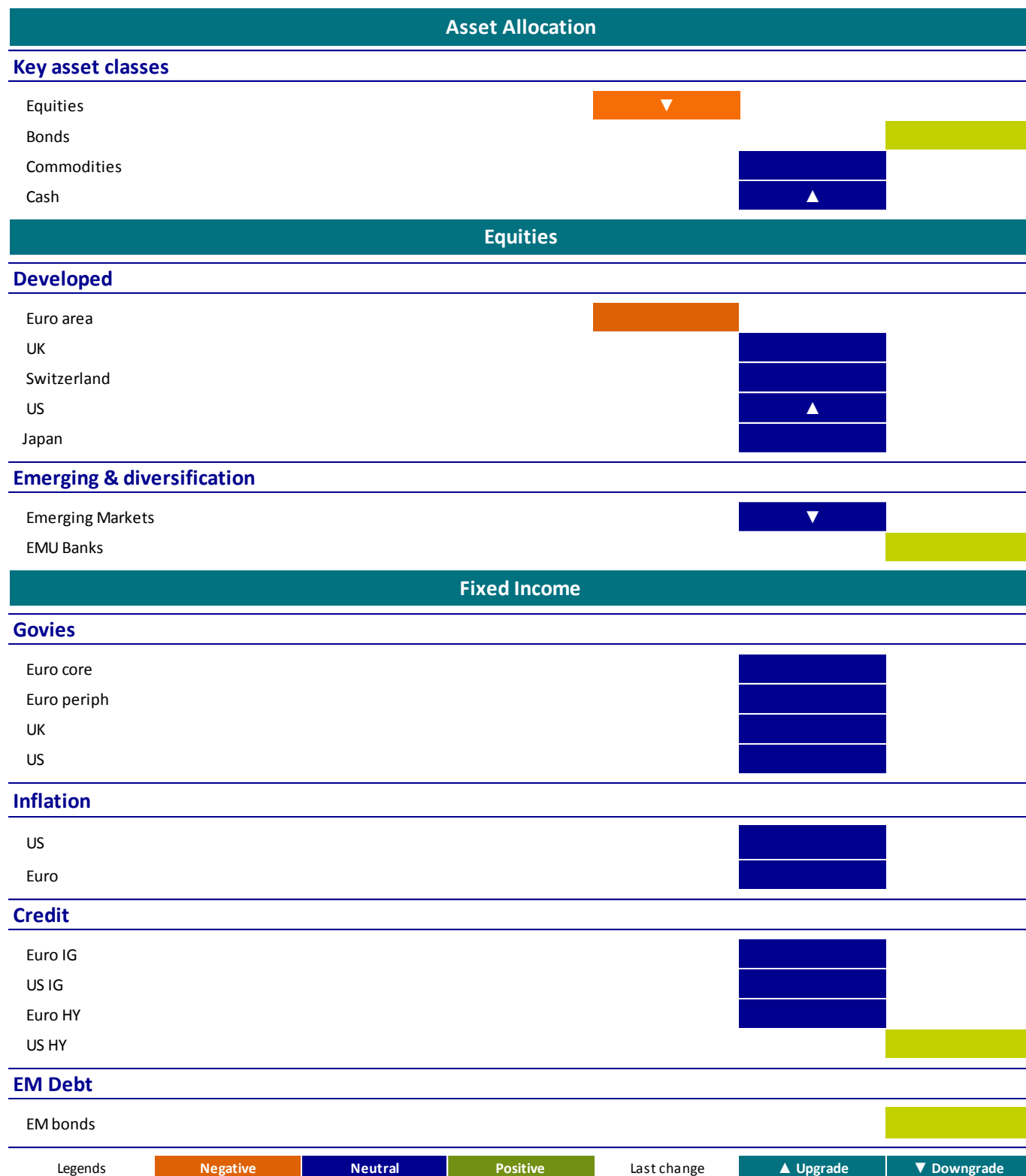
ribassisti spingono le banche centrali a una pronta reazione (con un allentamento monetario), Fed in testa.

Nonostante la correzione, i rendimenti *cross-asset* mostrano ancora un andamento rialzista da inizio anno e le azioni fanno meglio del credito high yield, che a sua volta fa meglio del segmento investment grade che supera i titoli di Stato. Anche le correlazioni tra le diverse classi di attività sono rimaste stabili e vicino ai dati storici. Questo contesto macroeconomico ci lascia con una moderata propensione al

rischio che esprimiamo attraverso il nostro prodotto a spread nel credito, in particolare con un modesto sovrappeso in dollari USA e nel segmento high yield dei mercati emergenti. Sebbene una correzione del mercato di ampia portata come quella nel 4° trimestre del 2018 sia improbabile, sono certamente verosimili nuove ondate di volatilità sui mercati. A questo punto ci sembra prudente una strategia che conservi liquidità, pronta a sfruttare migliori opportunità di investimento.

[Scarica tutta la documentazione del nostro Investment Strategy di maggio](#)

Asset allocation suggerita



Fonte: AXA IM Research - al 21 maggio 2019

Previsioni macroeconomiche

Real GDP growth (%)	2018	2019*		2020*	
		AXA IM	Consensus	AXA IM	Consensus
World	3.6	3.4		3.6	
Advanced economies	2.3	1.8		1.7	
US	2.9	2.5	2.6	1.8	1.9
Euro area	1.8	1.1	1.2	1.2	1.4
Germany	1.4	0.9	0.9	1.3	1.4
France	1.5	1.2	1.3	1.2	1.4
Italy	0.9	0.2	0.2	0.5	0.7
Spain	2.5	2.3	2.2	1.7	1.9
Japan	0.7	0.3	0.6	0.5	0.5
UK	1.3	1.5	1.3	1.3	1.4
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	6.3	6.1	6.0
South Korea	2.7	2.6	2.4	2.5	2.4
Rest of EM Asia	5.7	5.5		5.4	
LatAm	1.1	1.2		2.1	
Brazil	1.1	1.5	1.8	2.5	2.5
Mexico	2.2	1.4	1.5	1.8	1.8
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	-1.2	3.0	2.5
Other EMs	2.4	2.4		3.5	

Source: Bloomberg, IMF and AXA IM Macro Research calculations – As of 21 May 2019

CPI Inflation (%)	2018	2019*		2020*	
		AXA IM	Consensus	AXA IM	Consensus
Advanced economies	1.9	1.6		1.9	
US	2.4	2.0	1.9	2.5	2.1
Euro area	1.7	1.3	1.3	1.4	1.5
Japan	1.0	0.7	0.7	0.8	1.2
UK	2.5	2.0	1.9	2.5	2.0
Switzerland	0.9	0.7	0.7	1.0	0.9
Other DMs	1.7	1.6		1.8	

Source: Bloomberg, IMF and AXA IM Macro Research calculations – As of 21 May 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		-	30-31 July	29-30 Oct	Jan (TBC)
	Rates	2.25-2.50	18-19 Jun	17-18 Sep	10-11 Dec	March (TBC)
			unch (2.25-2.50)	unch (2.25-2.50)	unch (2.25-2.50)	+0.25 (2.50-2.75)
Euro area - ECB	Dates		-	25 July	24 Oct	Jan (TBC)
	Rates	-0.40	6 Jun	12 Sep	12 Dec	March (TBC)
			unch (-0.40)	unch (-0.40)	unch (-0.40)	unch (-0.40)
Japan - BoJ	Dates		-	29-30 Jul	30-31 Oct	Jan (TBC)
	Rates / QE	-0.1/¥25tn	19-20 Jun	18-19 Sep	18-19 Dec	March (TBC)
			unch/taper	unch/taper	net QQE ¥15tn	unch (-0.10)
UK - BoE	Dates		-	1 Aug	7 Nov	30th Jan
	Rates	0.75	20 Jun	19 Sep	19 Dec	26th March
			unch (0.75)	unch (0.75)	unch (0.75)	+0.25 (1.00)

Source: Datastream, AXA IM Macro Research - As of 21 May 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.