

Macro & Mercati

Mid-Year Outlook: Più inflazione, meno recessione

Alessandro Tentori

Luglio 2022

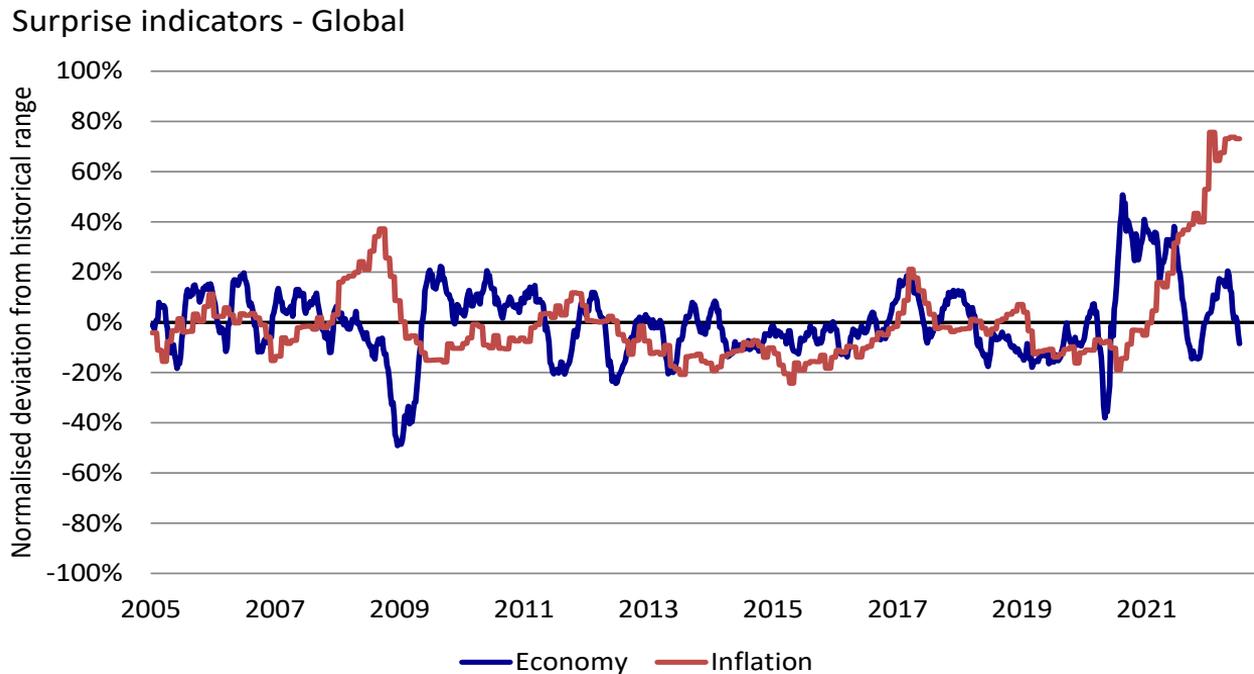
Le forecast della casa

| Real GDP growth (%) | 2020 | 2021* | | 2022* | | 2023* | |
|---------------------------|-------------|------------|-----------|-------------|-----------|------------|-----------|
| | | AXA IM | Consensus | AXA IM | Consensus | AXA IM | Consensus |
| World | -3.1 | 6.1 | | 3.1 | | 2.9 | |
| Advanced economies | -5.0 | 5.1 | | 2.6 | | 1.2 | |
| US | -3.4 | 5.5 | 5.6 | 2.4 | 2.8 | 1.2 | 2.1 |
| Euro area | -6.4 | 5.3 | 5.1 | 2.8 | 2.7 | 0.7 | 2.2 |
| Germany | -4.6 | 2.9 | 2.7 | 1.5 | 2.0 | 0.7 | 2.4 |
| France | -8.0 | 6.8 | 6.6 | 2.3 | 2.9 | 0.8 | 1.7 |
| Italy | -9.0 | 6.6 | 6.3 | 2.7 | 2.5 | 0.2 | 1.8 |
| Spain | -10.8 | 5.1 | 4.7 | 4.2 | 4.4 | 0.6 | 3.0 |
| Japan | -4.9 | 1.7 | 1.8 | 1.6 | 2.0 | 1.9 | 1.9 |
| UK | -10.0 | 7.2 | 7.0 | 3.7 | 3.8 | 0.9 | 1.0 |
| Switzerland | -2.5 | 3.5 | 3.5 | 2.5 | 2.6 | 1.0 | 1.8 |
| Canada | -5.2 | 4.4 | 4.6 | 3.5 | 4.1 | 1.7 | 2.6 |
| Emerging economies | -1.9 | 6.7 | | 3.5 | | 3.9 | |
| Asia | -0.7 | 7.0 | | 4.3 | | 5.0 | |
| China | 2.2 | 8.1 | 8.0 | 3.6 | 4.7 | 5.2 | 5.1 |
| South Korea | -0.9 | 4.1 | 4.0 | 1.5 | 2.7 | 1.6 | 2.4 |
| Rest of EM Asia | -4.2 | 6.1 | | 5.5 | | 5.2 | |
| LatAm | -7.0 | 6.8 | | 2.4 | | 2.1 | |
| Brazil | -3.9 | 4.6 | 4.7 | 0.9 | 0.8 | 1.6 | 1.4 |
| Mexico | -8.2 | 4.8 | 5.6 | 1.5 | 1.7 | 1.0 | 2.2 |
| EM Europe | -2.0 | 6.7 | | -0.8 | | 0.4 | |
| Russia | -2.7 | 4.7 | | -6.0 | | -3.5 | |
| Poland | -2.5 | 6.0 | 5.3 | 6.0 | 4.2 | 2.0 | 3.2 |
| Turkey | 1.6 | 11.5 | 9.9 | 4.6 | 2.2 | 2.0 | 2.8 |
| Other EMs | -2.5 | 5.4 | | 4.2 | | 3.7 | |

Source: AXA IM (24/6/2022)

Quante sorprese!!

Non è sempre facile prevedere l'andamento dell'inflazione...

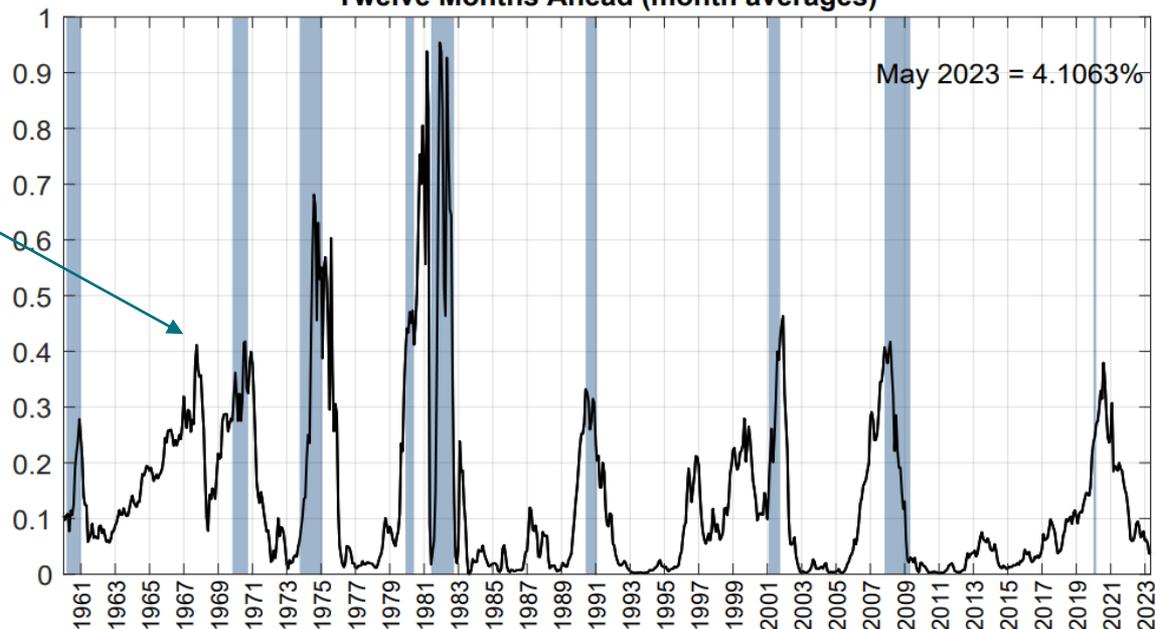


Source: AXA IM, Bloomberg

Probabilità di recessione

I modelli della Fed stimano una probabilità <5% per l'evento «recessione USA nei prossimi 12 mesi»

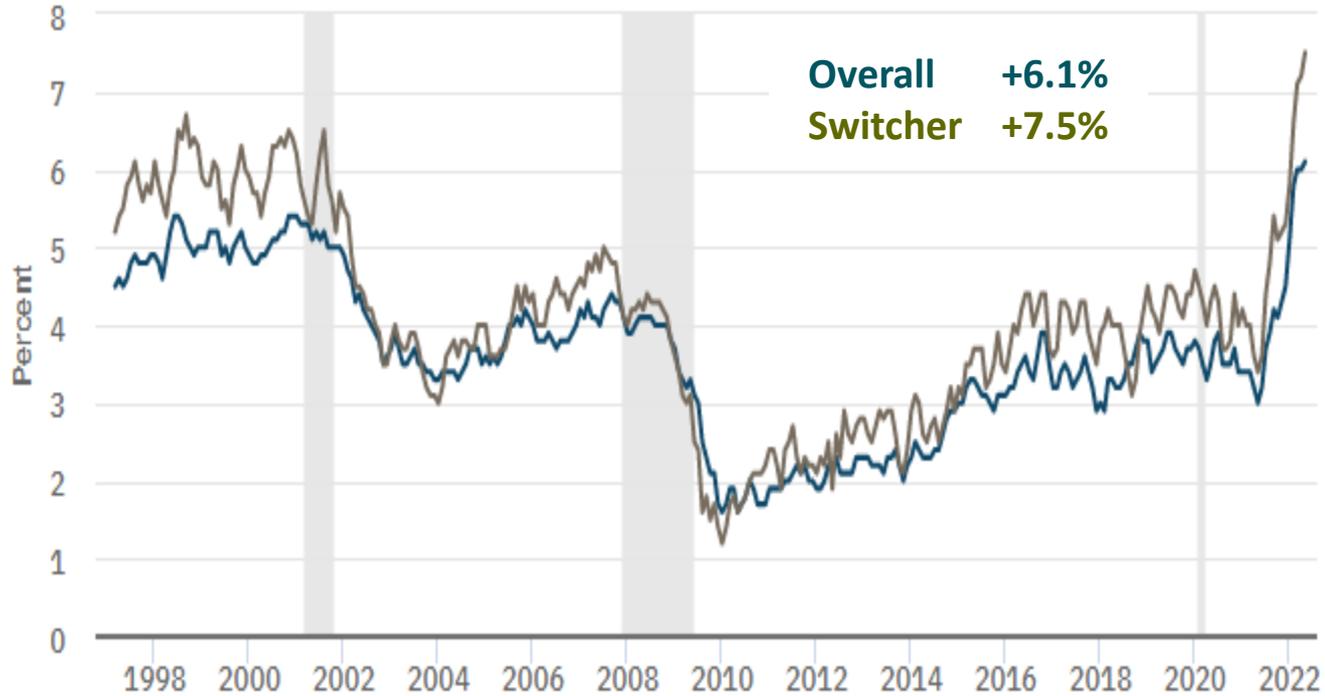
Probability of US Recession Predicted by Treasury Spread*
Twelve Months Ahead (month averages)



La curva dei Treasury ha previsto tutte le recessioni dell'economia USA dal 1950. L'unico segnale «falso positivo» è stato riscontrato nel 1967.

Occupazione

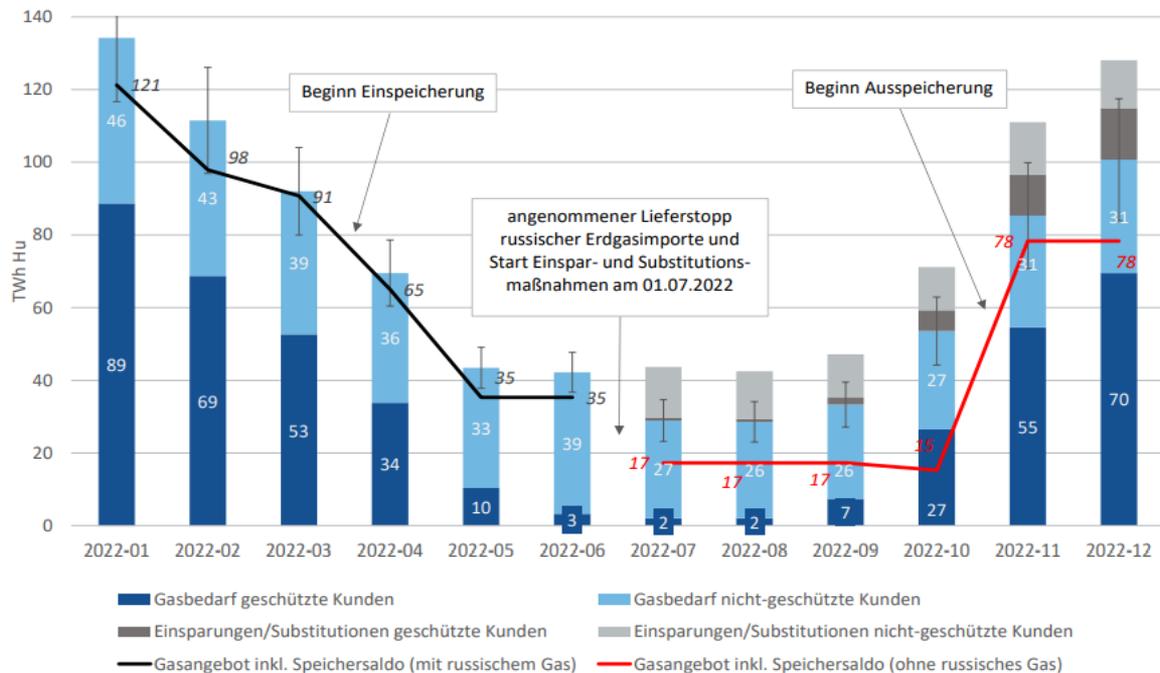
Il mercato del lavoro USA è in «piena occupazione» → inflazione salariale



Source: AXA IM, Atlanta Fed

Dipendenza dal gas russo

Collasso della produzione tedesca nella seconda metà del 2022, in caso di stop delle forniture da Mosca



Perdite di valore aggiunto stimate per il 2H22:

Dirette -49bn (-3.2%)

A monte -46bn (-3%)

A valle -98bn (-6.4%)

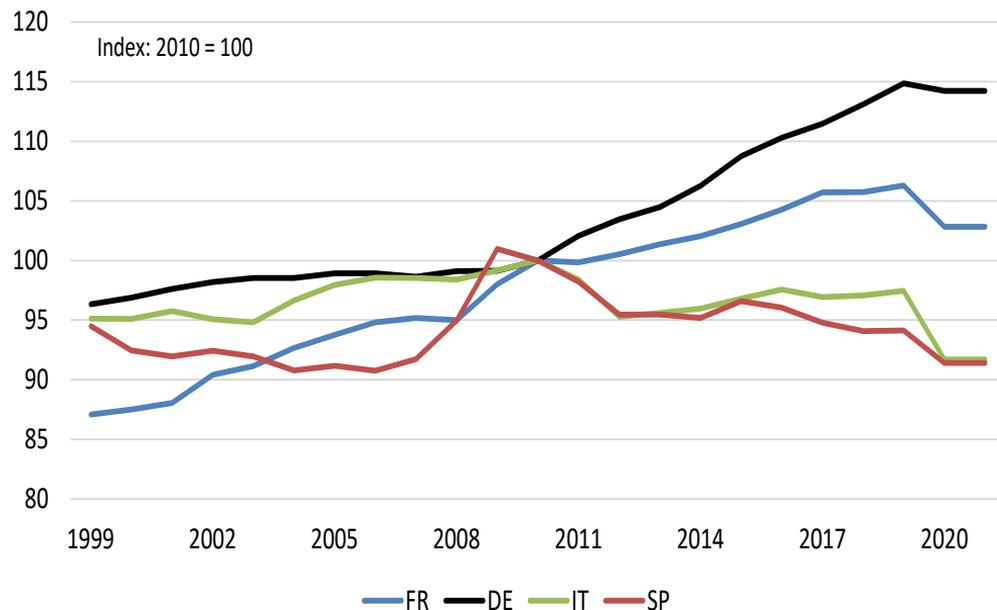
Totale -193bn (-12.6%)

Source: AXA IM, VBW (2022), *Folgen einer Lieferunterbrechung von russischem Gas für die deutsche Industrie*

Salari in Eurozona

Salari reali fortemente negativi & problemi strutturali di crescita salariale (=produttività)

Average Annual Wages - 2016 Constant NCU Prices



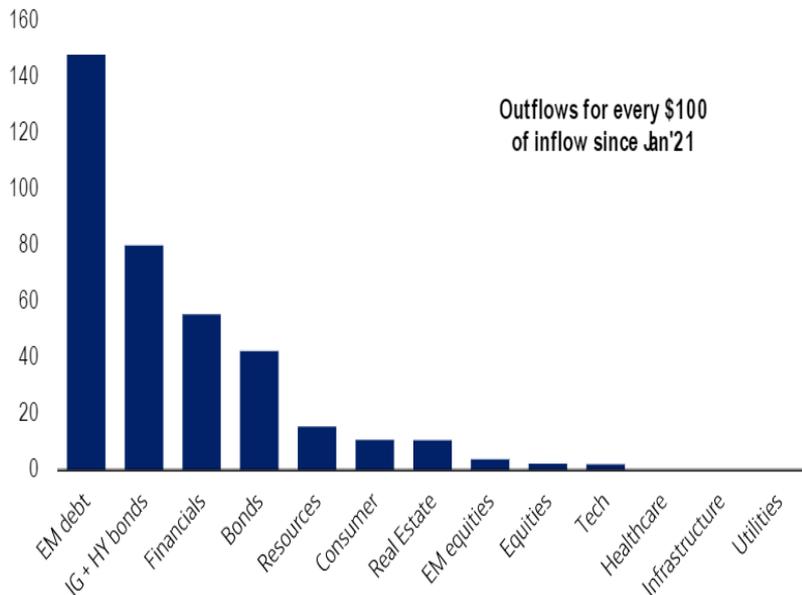
| Avg. Annual Wages at 2016 Constant Prices | | | | |
|---|--------|--------|--------|--------|
| Year | FR | DE | IT | SP |
| 1999 | 32,244 | 35,922 | 29,051 | 27,435 |
| 2005 | 34,721 | 36,894 | 29,910 | 26,469 |
| 2010 | 37,029 | 37,291 | 30,536 | 29,030 |
| 2015 | 38,160 | 40,554 | 29,561 | 28,041 |
| 2020 | 38,078 | 42,593 | 27,997 | 26,537 |
| Change '99/'20 | 18% | 19% | -4% | -3% |

Source: AXA IM, Bloomberg, OECD

Flussi di investimento

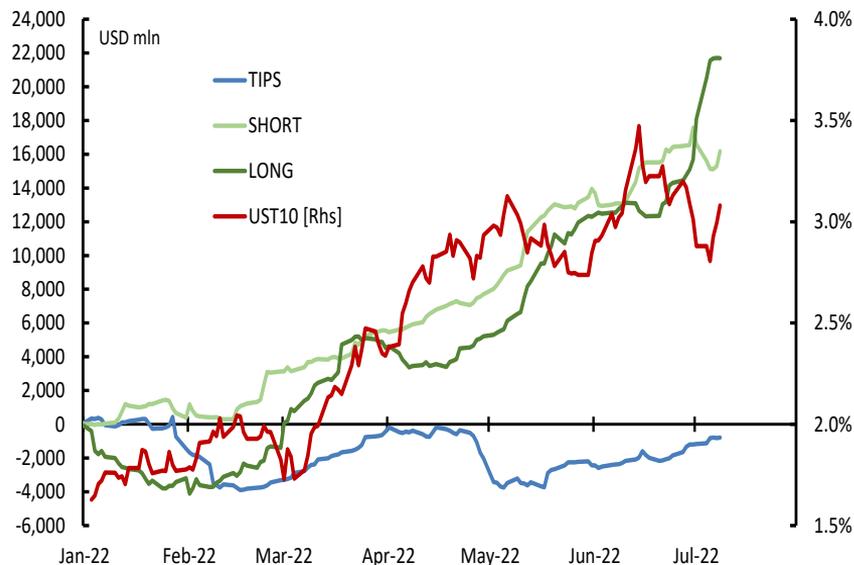
Tightening & inflazione, ma senza recessione? → Reggono ancora i flussi sull'equity

Flussi negativi sul credito...



...aumenta l'interesse per i bonds (a yield più alto)

Treasury ETF Flows - Cumulated

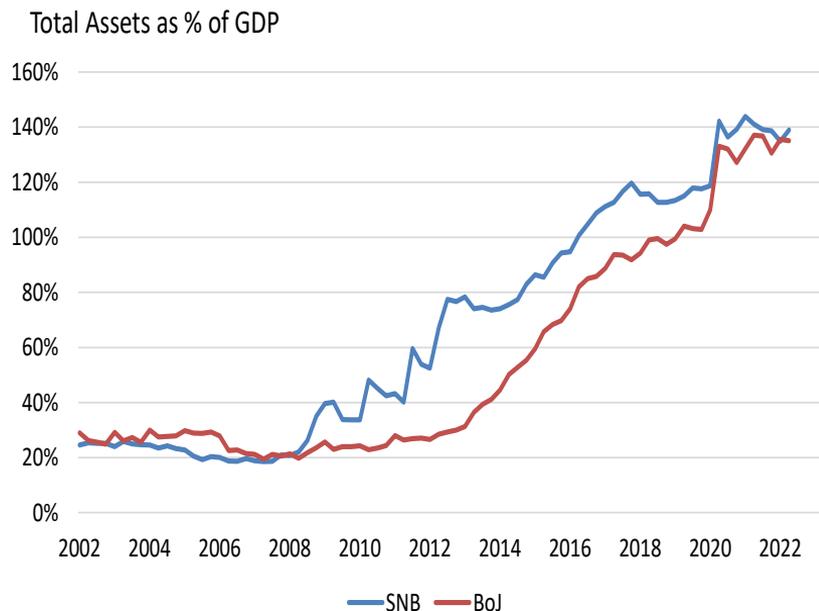


Source: AXA IM, Bloomberg, BofA research

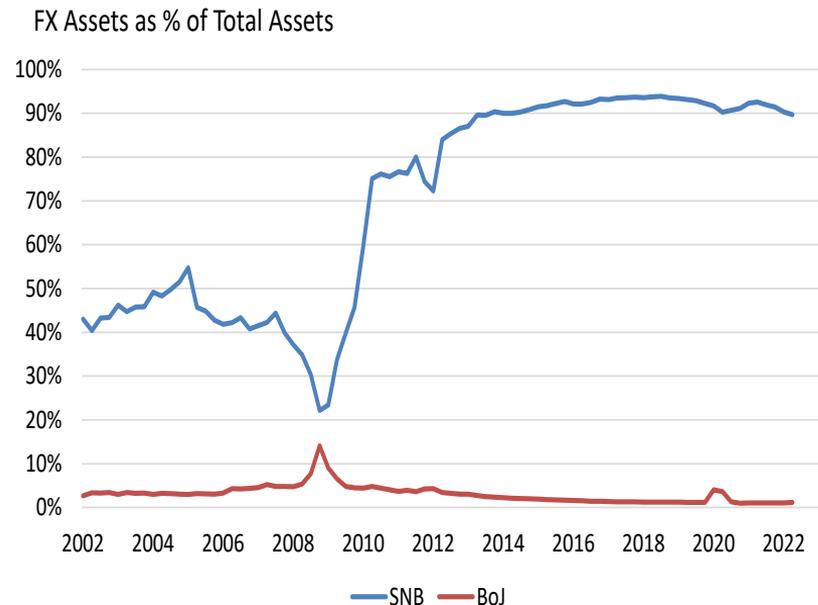
Banche centrali

Simili in superficie, ma in verità molto differenti

La BoJ e la SNB sono entrambe enormi...



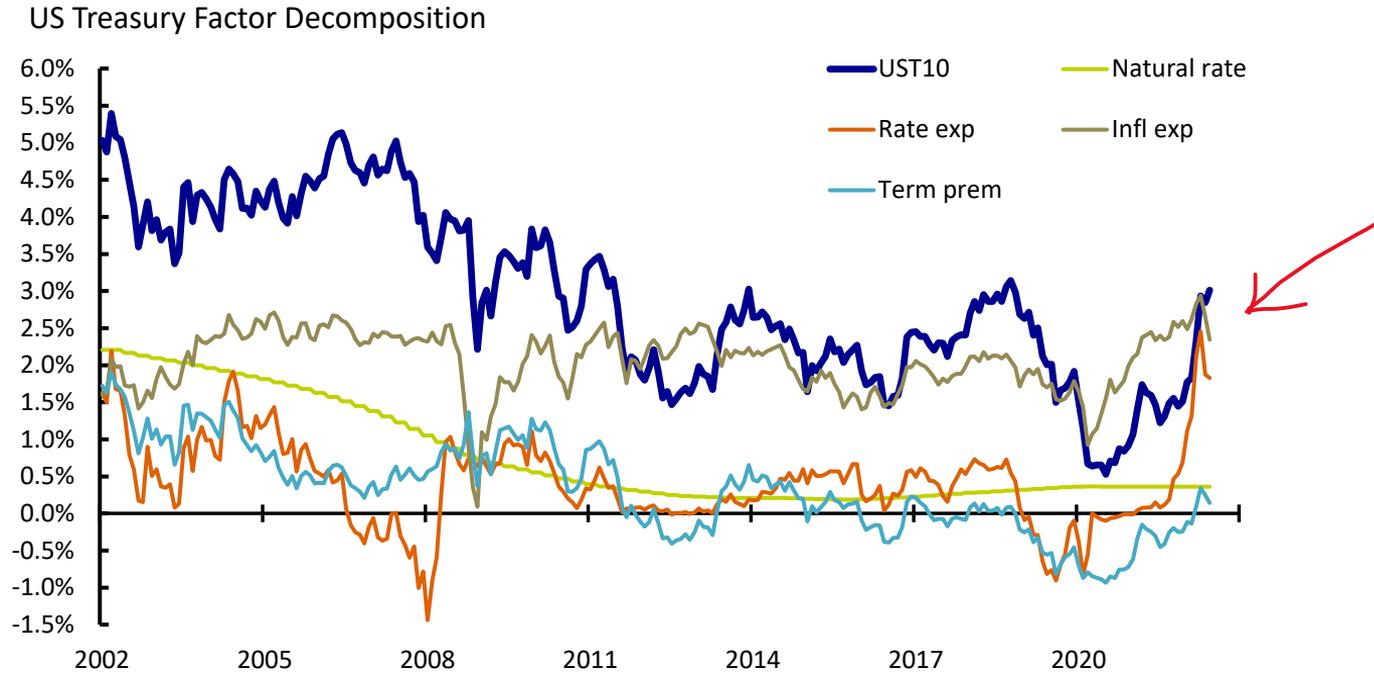
...ma hanno asset molto diversi a bilancio



Source: AXA IM, Bloomberg, BoJ, SNB

Bonds

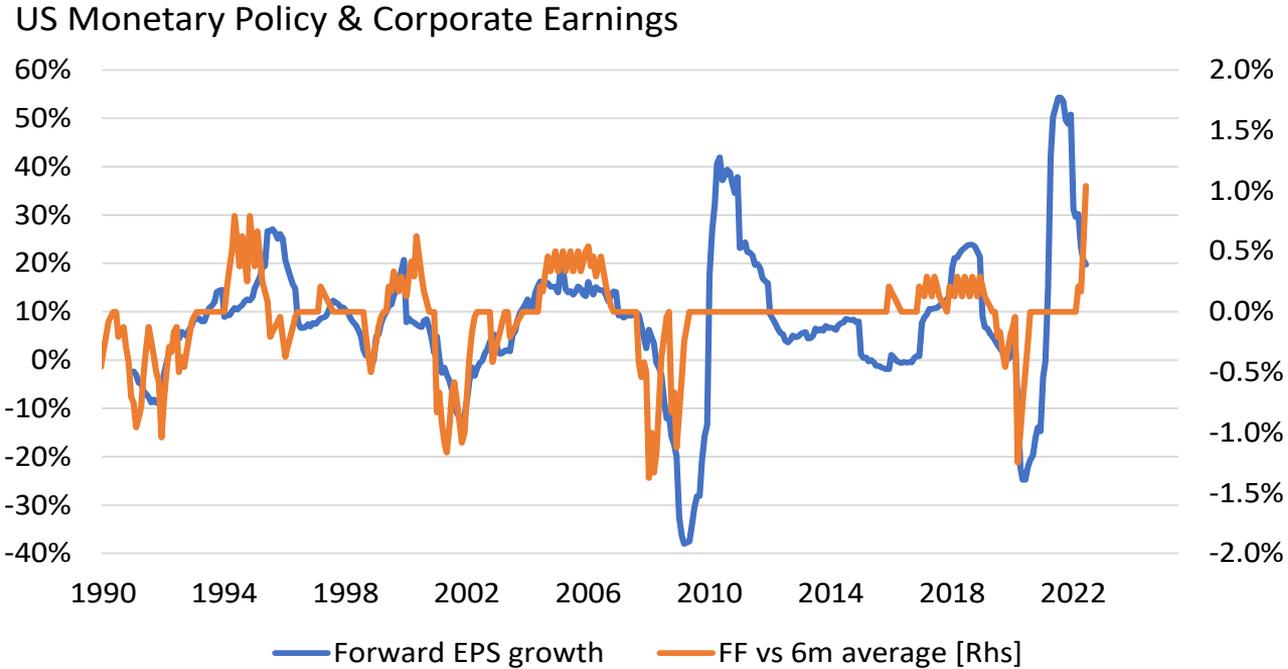
Correzione delle aspettative di tasso e di inflazione: Fase ciclica oppure trend-reversal?



Source: AXA IM, Bloomberg

Azionario

Senza recessione degli utili, una recessione dell'economia è improbabile (...trimestrali nei prossimi giorni!)

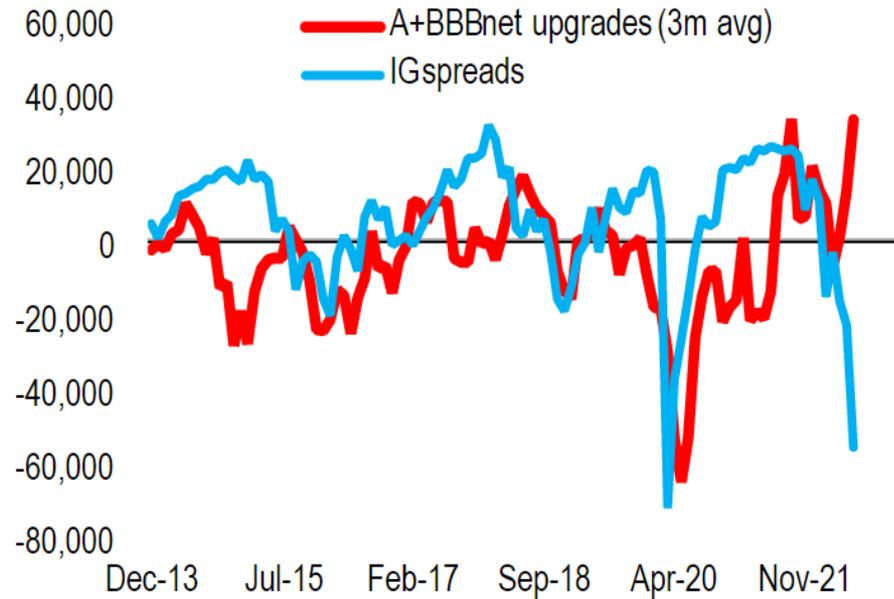


Source: AXA IM, Bloomberg

Credito

Reggono i «fondamentali», ma peggiorano le aspettative → spread valuations sono interessanti

Euro IG spreads vs rating trends: worlds apart

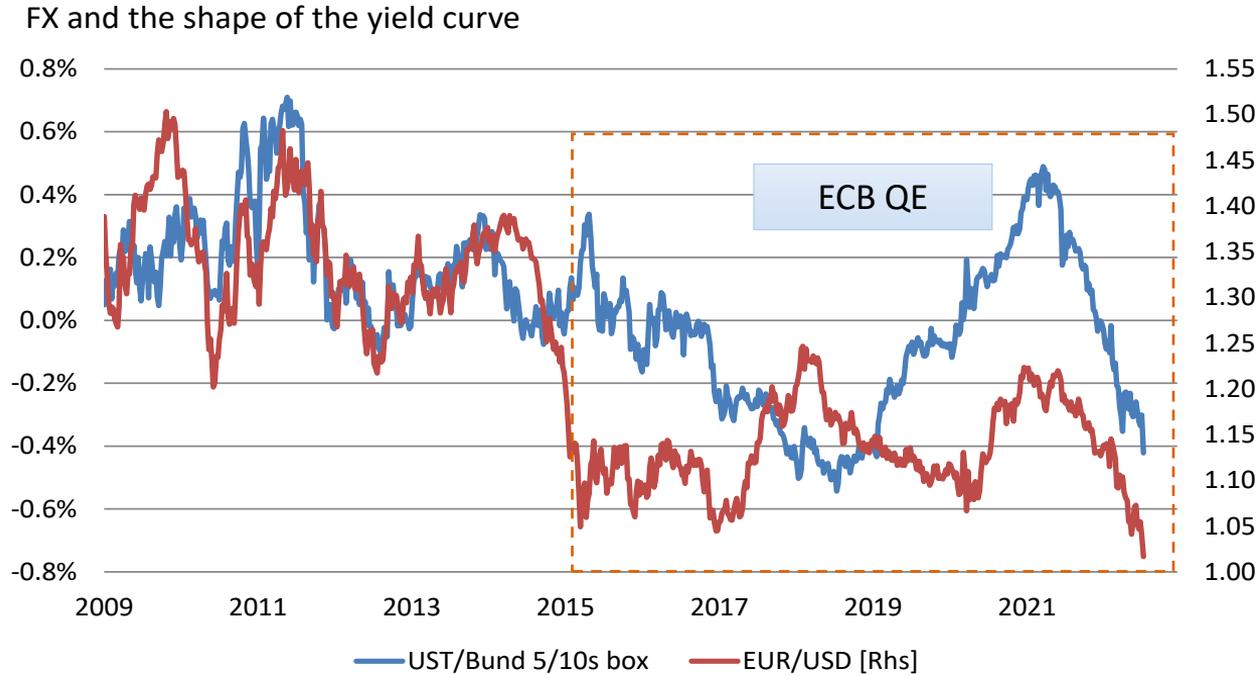


| Live Pricing | | | | | |
|--------------|------|-----|------|--------|-------|
| | YTW | OAS | mDur | in EUR | Pick |
| USD IG | 4.79 | 157 | 7.2 | 2.34 | -0.52 |
| EUR IG | 2.87 | 201 | 4.8 | | |
| USD IG 1-3y | 4.10 | 97 | 2.0 | 1.66 | -0.50 |
| EUR IG 1-3y | 2.16 | 168 | 2.0 | | |
| USD HY | 8.60 | 536 | 4.6 | 6.15 | -1.11 |
| EUR HY | 7.27 | 637 | 3.5 | | |
| USD HY 1-3y | 7.94 | 473 | 2.0 | 5.50 | -0.77 |
| EUR HY 1-3y | 6.27 | 551 | 2.0 | | |
| USD OIS 1y | 3.13 | | | | |
| EUR OIS 1y | 0.68 | | | | |
| Hedge | 2.44 | | | | |

Source: AXA IM, Bloomberg, BofA research

Forex

Le condizioni monetarie relativamente restrittive negli Stati Uniti aumentano il carry in favore del dollaro



Source: AXA IM, Bloomberg

Avvertenze legali

Il presente documento è destinato unicamente a Soggetti collocatori o investitori professionali / istituzionali, e non può essere in alcun modo diffuso al pubblico o consegnato ad investitori che non posseggano tale qualifica.

Le informazioni contenute nel presente documento hanno scopo esclusivamente informativo ed in nessun modo rappresentano da parte di AXA IM un'offerta d'acquisto o vendita o sollecitazione di un'offerta d'acquisto o vendita di titoli o di strumenti o a partecipare a strategie commerciali. A causa della sua semplificazione, il presente documento è parziale e le informazioni ivi contenute possono essere interpretate soggettivamente. AXA Investment Managers si riserva il diritto di aggiornare o rivedere il documento senza preavviso. Tutte le informazioni sui dati contenuti nel presente documento sono state stabilite sulla base delle informazioni contabili o dei dati di mercato. Non tutte le informazioni contabili sono state sottoposte a revisione da parte dei revisori dei conti del Fondo. AXA Investment Managers Paris declina ogni responsabilità riguardo ad eventuali decisioni prese sulla base del presente documento. Il prospetto sarà inviato a tutti gli investitori che ne faranno richiesta e le eventuali decisioni d'investimento dovranno basarsi sulle informazioni contenute nel medesimo.

Le informazioni contenute nel presente documento sono riservate e fornite esclusivamente su richiesta del destinatario. Accettando le informazioni ivi contenute il destinatario si impegna ad usare e a fare in modo che i suoi direttori, partner, funzionari, dipendenti, avvocato/i, agenti, rappresentanti, usino le suddette esclusivamente per valutare il potenziale interesse nei fondi ivi descritti e per nessun altro scopo e si impegna altresì a non divulgarle a nessun altro soggetto. Qualsiasi riproduzione delle presenti informazioni totale o parziale è vietata.

AXA Investment Managers non offre consulenza legale, finanziaria, fiscale o di altra natura sull'idoneità di questi fondi o servizi per gli investitori, che dovrebbero, però, prima di investire, richiedere un consiglio professionale appropriato e fare le loro valutazioni sui meriti, rischi e conseguenze fiscali

Il valore dell'investimento può variare sia al rialzo che al ribasso. I dati forniti si riferiscono agli anni o mesi precedenti e le performance del passato non sono da ritenersi indicative per una performance futura. Le performance del Fondo sono calcolate al netto delle commissioni di gestione, reinvestite nei dividendi. La performance dell'indice è da considerarsi lorda, senza reinvestimento nei dividendi. Le performance sono espresse in Euro (eccetto ove specificato diversamente). Gli obiettivi di rendimento e volatilità non sono garantiti. Qualora la valuta utilizzata nell'investimento dovesse essere diversa dalla valuta di riferimento del Fondo, i rendimenti sono suscettibili subire una variazione importante dovuta alle variazioni legate ai tassi di cambio.

A seconda della strategia d'investimento adottata, le informazioni qui fornite potrebbero essere più dettagliate di quelle contenute nel prospetto informativo. Tali informazioni (i) non costituiscono un vincolo o un impegno da parte del gestore dell'investimento; (ii) sono soggettive (iii) possono essere modificate in qualunque momento nei limiti previsti dal prospetto informativo. I Fondi menzionati nel suddetto documento sono autorizzati alla commercializzazione in Italia. I documenti informativi più recenti, Prospetto e KIID, sono disponibili a tutti gli investitori che devono prenderne visione prima della sottoscrizione e la decisione di investimento deve essere basata sulle informazioni contenute nel prospetto, che includono informazioni sul rischio dell'investimento nei fondi citati

I prodotti menzionati nel presente documento sono comparti della Sicav AXA WORLD FUNDS. La sede legale di AXA WORLD FUNDS è al 49, avenue J.F Kennedy L-1885 Luxembourg. La Società è registrata con il numero B. 63.116 presso il Registro del Commercio e delle Imprese. I suddetti comparti sono autorizzati alla pubblica distribuzione in Lussemburgo e alla commercializzazione in Italia.

AXA Investment Managers Paris - Tour Majunga La Défense 9, - 6 place de la Pyramide 92800 Puteaux. Società di gestione di portafoglio, titolare dell'autorizzazione AMF N° GP 92-08 datata 7 aprile 1992. S.A con capitale di 1.384.380 euro immatricolata nel registro del commercio e delle imprese di Nanterre con il numero 353 534 506.

AXA Funds Management, Società anonima con capitale di 423.301,70 Euro, domiciliata al 49, Avenue J. F. Kennedy L-1855 Luxembourg, è una società di gestione di diritto lussemburghese autorizzata dalla CSSF, immatricolata nel registro del commercio con il numero di riferimento RC Luxembourg B 32 223RC.