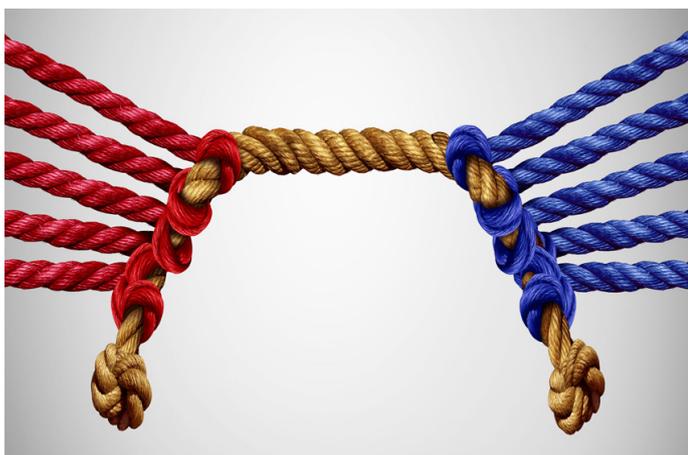




Guerra di posizione



La guerra commerciale tra Usa e Cina continua a dominare l'andamento dei mercati. In particolare, il tweet di Donald Trump del 5 maggio scorso ha segnato una nuova escalation nella disputa che, ormai, dura da più di un anno. Probabilmente questo tweet troverà posto nei libri di storia. Ha, infatti, delineato uno scenario di vera e propria contrapposizione strategica tra i due colossi. Se fino a poco prima, le esternazioni di Trump erano interpretate come tattica negoziale, ora diventa sempre più evidente che il mirino è puntato su un contesto di scontro per la supremazia. In questo senso, negli ultimi mesi ha fatto discutere un'analisi arrivata dal politologo di Harvard, Graham Allison, che ha paragonato la disputa in corso al contesto che ha preceduto, 2.400 anni fa, la guerra del Peloponneso. Come narra lo storico Tucidide: «Fu la paura dell'ascesa di Sparta a rendere inevitabile la guerra». In questa direzione vanno le dichiarazioni di Hillary Clinton, ex ministro degli Esteri Usa, che recentemente

ha definito le relazioni tra le due superpotenze come la sfida più grande che gli Stati Uniti dovranno affrontare negli anni a venire. Visto in quest'ottica, il confronto sui dazi è soltanto uno dei diversi scacchieri su cui si gioca la partita tra Usa e Cina.

Intanto, la sottoscrizione di un accordo tra le due parti appare sempre meno certa e le minacce di dazi da parte di Trump, anche sul vicino Messico, hanno esasperato ancora di più il quadro. In questo contesto, la Cina sembra aver metabolizzato il cambio di passo voluto da Trump e, pur volendo continuare a mantenere aperta la trattativa, sembra attrezzarsi a una guerra «di posizione» che potrebbe durare anni. A soffrire è l'Europa che si trova schiacciata in mezzo a due giganti in lotta e, già sofferente per un'economia che va a rilento e per le sfide sul piano politico, rischia di finire con il pagare un conto assai salato. Secondo quel che ha calcolato Morgan Stanley, se all'Europa venissero applicate tariffe al 25% su tutto l'export, la recessione sarebbe pressoché certa. Sicuro è anche che Germania e Italia rischiano più di tutti gli altri Paesi dell'area, vista la loro forte esposizione al settore dell'auto. Nel frattempo, rassicurazioni sono arrivate dall'esito del voto europeo. La valanga populista, che molti temevano, non si è manifestata. Certo, la frammentazione all'interno dell'Unione resta elevata e richiederà più compromessi rispetto ai passati decenni, ma poco è cambiato nel concreto.

Tornando alla guerra dei dazi, le paure degli



Guerra di posizione

operatori sono focalizzate sulla crescita globale. Se l'ipotesi di dazi al 25% su tutto l'interscambio sino-americano porterà a cali significativi nel Pil dei due Paesi, per ora resta escluso il caso di una recessione globale. La stima che viene citata con maggiore frequenza è quella di un calo del Pil globale dello 0,5% per effetto del conflitto. E' un numero non trascurabile ma non tale da portare a una recessione. In pericolo è però anche la fiducia dei consumatori e degli imprenditori che finirebbe per pesare sulle variabili interne di crescita. In un mondo di guerra «di posizione» permanente, scenderebbe la spesa e calerebbero gli investimenti con effetti ancora difficili da stimare. Per evitare questo circolo vizioso, che parte dai mercati, coinvolge la fiducia e poi gira sull'economia reale, occorre che i policymaker azionino i cosiddetti «circuit breaker», strumenti in grado di spezzare, o quanto meno mitigare, la spirale negativa. Significa che una riduzione consistente dei tassi da parte della Fed, la Banca centrale americana, e un rinvigorismento dello stimolo già varato dalle autorità cinesi sono gli strumenti cui guardare con maggiore attenzione. Purtroppo tali risposte, seppur verosimili, appaiono subordinate a un'ulteriore involuzione del quadro economico e finanziario, che al momento non si è ancora manifestato. Anzi. Prima del tweet di Trump, la crescita economica, così come gli utili aziendali apparivano ancora in graduale miglioramento. Gli ultimi sviluppi sul fronte Usa-Cina potrebbero però aver rimescolato i numeri complicando la

visibilità sui dati fondamentali che sono utili a guidare le scelte di investimento. In questa nuova fase, il nostro approccio di investimento è quindi diventato più prudente.

Il clima di tensione internazionale ha pesato sui **mercati azionari** che nel mese di maggio hanno perso parte del terreno recuperato da inizio anno. L'EuroStoxx ha ceduto oltre il 7% sull'onda delle nuove paure. Da gennaio il segno rimane tuttavia positivo a livello di Paese, con Piazza Affari in avanti di quasi nove punti percentuali per il FtseMib. Meglio hanno fatto Francoforte (+13%) e Parigi (+10%) mentre a New York il Dow Jones, da inizio anno, è in progresso di quasi otto punti. Dopo una reporting season buona in Usa ed Europa, con sorprese positive leggermente superiori alla media e rassicurazioni per la crescita nel 2019, il mancato accordo tra Usa e Cina ha portato a maggiori rischi anche sui fondamentali a livello aziendale. Nel nuovo scenario, a patire saranno soprattutto i settori ciclici quali l'It, quello degli Industriali e i Consumi Discrezionali. Nonostante i titoli degli esportatori europei siano tra quelli minacciati dalla guerra commerciale, crediamo che gli impatti saranno negativi a livello fondamentale soltanto per alcuni gruppi, in particolare nell'Auto e nel segmento degli Industriali.

Un altro aspetto ancora è entrato nel focus delle valutazioni più contingenti: i dati macroeconomici cinesi di aprile hanno creato qualche dubbio sull'effettiva ripresa degli emergenti. In questo senso, l'escalation della trade war pone ulteriori



Guerra di posizione

incertezze relative a un effettivo miglioramento. Per questo, in portafoglio è stata riequilibrata l'esposizione tra mercati emergenti e sviluppati.

Il **mercato obbligazionario** è tornato al centro dell'attenzione negli ultimi giorni di maggio. In particolare la risalita dello spread Btp/Bund ha nuovamente riacceso preoccupazioni e tensioni. Sull'onda dei nuovi scontri tra Italia e Bruxelles e dopo la lettera arrivata da Bruxelles, il rendimento del Btp a dieci anni è risalito in area 2,8% mentre la ricerca di rifugio ha spinto il Bund a un rendimento di -0,20%. In questo contesto, è stato preso profitto sull'obbligazionario emergente in valuta locale. Sui portafogli a minor rischio ora manteniamo un posizionamento moderatamente costruttivo affiancando ai governativi dell'area euro e globali anche corporate bond europei di qualità elevata, insieme a subordinati finanziari e cartolarizzazioni e mercati emergenti e di frontiera. Questo tramite strategie improntate a grande selettività. In questo quadro, permane l'allocazione con approcci flessibili. Più in generale, in un contesto di incertezza e volatilità crescenti, in cui le Banche centrali sembrano orientate a offrire un significativo supporto economie ai mercati tramite la leva dei tassi di interesse, suggeriamo di aumentare la duration di portafoglio, soprattutto nella componente internazionale.