



La scommessa sul risiko dei dazi



Tiene da mesi gli investitori con il fiato sospeso. La guerra commerciale tra Stati Uniti e Cina rimane un driver importante per i mercati finanziari. Insieme alla politica monetaria delle Banche centrali e il caos Brexit, è il faro cui guardano i fund manager quando devono decidere se comprare o vendere. La disputa pareva sulla via di una risoluzione, invece, qualche giorno fa è arrivato un nuovo passo indietro. Questa volta sembra che a sparigliare le carte sia stata Pechino che ha inaspettatamente rilanciato il confronto in corso. Il risultato sono nuovi dazi da parte del presidente Usa, Donald Trump, su circa 300 miliardi di dollari di importazioni annuali dalla Cina, seguiti da un immediato aumento dei dazi da parte del governo cinese su circa 60 miliardi di dollari di merci importate ogni anno dagli Stati Uniti.

Che succederà ora? Finora il tema non ha compromesso troppo gli umori dei mercati globali. Nonostante le tensioni, il Dow Jones, vale

a dire il listino che riflette il mondo delle aziende più grandi in America, si muove ancora sui livelli più alti di sempre.

A preoccupare sono gli effetti che questo scontro tra Stati Uniti e Cina avrà sull'economia globale. Lo ha messo in evidenza Joachim Lang, leader della Federazione delle Industrie Tedesche (BDI), che ha detto che la guerra commerciale sta mettendo in serio pericolo l'economia globale. Più a lungo durerà questa guerra e maggiore sarà il suo impatto sulla crescita delle aziende. Queste non investono quando non è chiaro se la loro attività sarà limitata da un blocco protezionistico. Nel frattempo, le attese sulla crescita economica mondiale, basate sui dati di economia reale che sono oggi disponibili, risultano ancora orientate al ribasso. I dazi finirebbero quindi per fare danni anche più ampi in un contesto già negativo. C'è però qualche segnale di una possibile svolta ciclica dell'economia. Arriva in modo più significativo dalle aree emergenti, Cina e Asia emergente in testa. Sono questi Paesi che mostrano i trend più incoraggianti in questa fase particolare. Anche dall'area euro stanno però arrivando i primi segni di stabilizzazione. A incoraggiare sono anche le previsioni sugli utili negli Usa: secondo le stime di Standard&Poor's, è in arrivo una progressione sequenziale degli utili aziendali, dopo il minimo della fine dell'anno scorso, tale da portare la media annua a un 8-9%. A nostro avviso si tratta di un dato troppo ottimistico ma condividiamo le attese sul trend di crescita. Di sicuro l'economia americana appare lontana da



La scommessa sul risiko dei dazi

situazioni di eccesso: non è troppo «calda», dato che lo stimolo fiscale è stato oramai assorbito, ma neppure troppo «fredda» vista la solidità del mercato del lavoro.

Gli occhi saranno puntati sul confronto in corso tra Usa e Cina. Qualche segnale di speranza, intanto, lo ha lanciato lo stesso presidente degli Usa, Donald Trump, che in un tweet si è detto convinto che i colloqui tra i due Paesi avranno «molto successo». Ha anche annunciato di voler parlare con il leader cinese Xi Jinping a margine del vertice del G-20 di Osaka, in Giappone, a fine giugno. A questa ipotesi sembrano credere anche i mercati che, all'annuncio dello stop dalla Cina, hanno reagito sì in maniera scomposta ma si sono subito ripresi. Vuol dire che l'ipotesi di una conclusione benigna, anche se non immediata, della trattativa commerciale è ancora lo scenario di riferimento su cui puntano gli operatori.

La partita è però aperta e i segnali che si susseguono guardano in entrambe le direzioni. Se da un lato un certo sollievo è arrivato dal rinvio da parte di Trump dell'introduzione di dazi sulle auto europee e giapponesi, la mossa di chiusura americana sulla tecnologia cinese (caso Huawei), per quanto fosse nell'aria, non parla a favore di una distensione nel dialogo con Pechino.

Il cammino è ancora lungo. Crediamo tuttavia che alla fine del percorso, pur travagliato, un accordo tra le parti sarà raggiunto.

E' però estremamente difficile prevederne le tempistiche e quindi gli effetti sull'economia reale e sulle Borse.

In aprile e nelle prime settimane di maggio, il comparto azionario ha mostrato di reggere alle tensioni in corso. Nonostante qualche sbandamento temporaneo, le principali piazze finanziarie hanno proseguito nella propria marcia verso l'alto. In particolare Piazza Affari si è rivelata una delle migliori Borse tra i listini principali. Da inizio anno, Milano ha messo a segno un rialzo di quasi 14 punti percentuali. Bene si sono mosse anche Francoforte e Parigi con incrementi sopra al 13% mentre New York ha brillato con un balzo vicino al 14% per l'S&P500, il barometro delle migliori aziende del Paese.

In questa fase, nella costruzione dei nostri portafogli abbiamo ritenuto opportuno ridurre le esposizioni più correlate ai temi del commercio internazionale, come alcune azioni dei Paesi emergenti. Tuttavia manteniamo un atteggiamento non rinunciatario per quella che è l'esposizione alle asset class di rischio, vale a dire le azioni, e crediamo ci sia ancora valore da cogliere in questo segmento. In luce si mette il settore delle commodities. Il movimento registrato dai prezzi di energia e materie prime è stato solo in parte recepito nelle quotazioni dei titoli delle società attive in questi settori.

Sul mercato obbligazionario, l'avvicinarsi del voto in Europa ha avuto riflessi in particolare sui titoli di Stato dell'Italia che risentono delle tensioni all'interno del governo, in particolare sul confronto con Bruxelles in materia di conti pubblici. Lo spread tra Btp e Bund è di nuovo salito sopra quota 290 punti nelle ultime sedute.



La scommessa sul risiko dei dazi

In attesa delle elezioni, i money manager tendono ad aggiustare le posizioni in portafoglio e in salita si sono mossi anche i rendimenti delle scadenze più brevi del debito italiano, segno di una maggiore apprensione degli operatori sul nostro Paese. A indietreggiare è ancora una volta il Bund, considerato il porto sicuro nelle fasi di forte tensione. La scadenza a dieci anni viaggia sotto zero e offre un rendimento del $-0,11\%$ contro il $2,7\%$ della pari durata italiana.

In questa fase abbiamo parzialmente ridotto l'esposizione ai Treasuries, i titoli di Stato americani, mantenendo però in portafoglio quelli legati all'inflazione sulle scadenze più lunghe per la combinazione di un calo nel breakeven e dei dati dall'economia Usa che, tutto sommato, sono positivi. Il ricavato delle vendite sull'obbligazionario governativo globale è stato investito sui segmenti a spread, affiancando i corporate europei a emergenti - frontiere e subordinati finanziari, a seconda dei profili di rischio. La conferma di un'impostazione espansiva da parte delle Banche Centrali offre, infatti, un forte supporto a questa parte del mercato.