

L'ARGOMENTO DEL MESE

La fiducia
va meritata
Amundi
ASSET MANAGEMENT

ESCALATION DELLA GUERRA COMMERCIALE E IMPATTO SULLA CRESCITA ECONOMICA

ALESSIA BERARDI, Deputy Head of Macroeconomic Research

Finalizzato il 10/09/2019

L'essenziale

Quest'estate c'è stata una nuova escalation delle tensioni commerciali. A partire dal 1° settembre, l'amministrazione USA ha introdotto nuovi dazi e la Cina ha risposto immediatamente con una ritorsione. È probabile che gli USA impongano altri dazi, aumentino dal 25% al 30% i dazi già esistenti, e applichino nuovi dazi sull'ultima tranche dei beni importati dalla Cina. Per quanto riguarda le misure extra-doganali, ad agosto sono state prorogate le licenze temporanee concesse alle società americane per commerciare con Huawei, ma finora non sono state fornite ulteriori indicazioni strutturali.

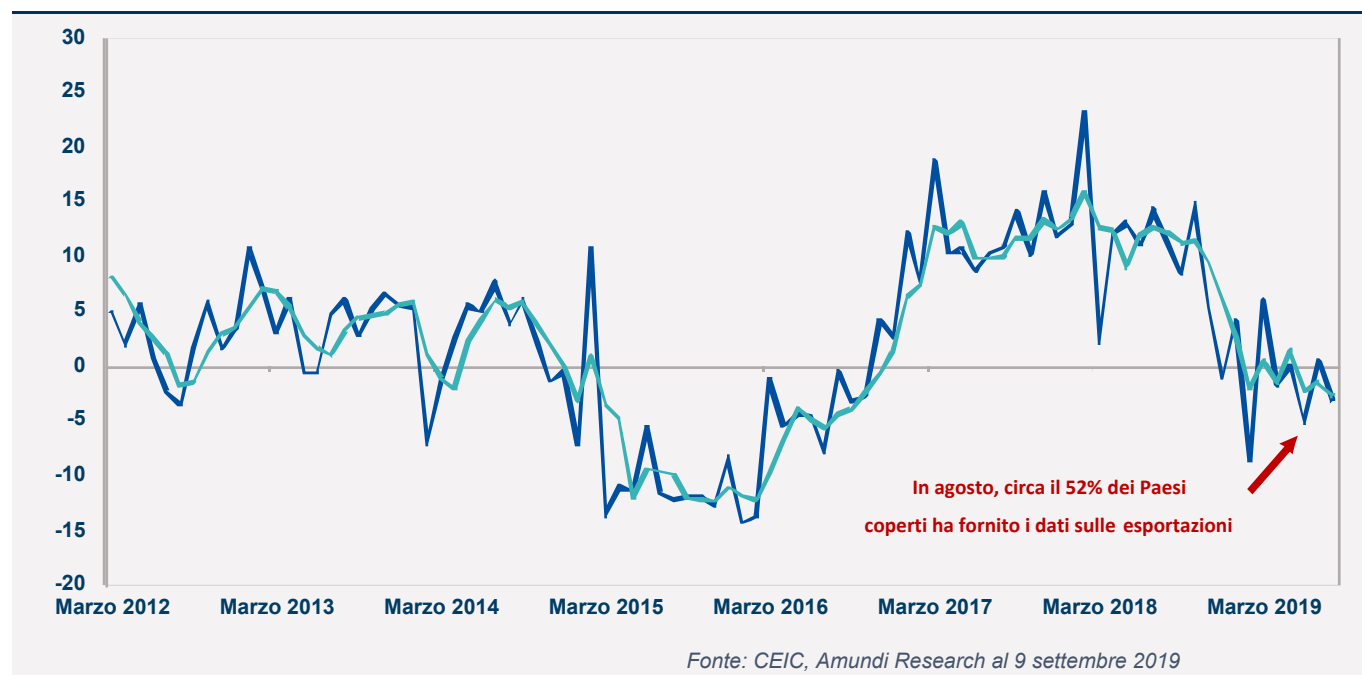
Sul fronte delle notizie positive, è stato confermato un nuovo round di negoziati ad alto livello che si terrà a Washington agli inizi di ottobre. Dati gli ultimi sviluppi, abbiamo rivisto nuovamente al ribasso le nostre stime sul commercio mondiale per il secondo semestre del 2019 e per il 2020 con un impatto nettamente negativo sulla dinamica dell'economia mondiale, in particolare per le economie più aperte e più integrate con la Cina. Nel complesso, le banche centrali di tutto il mondo hanno assunto un atteggiamento sempre più accomodante per compensare lo shock che ha colpito il commercio e l'indebolimento delle condizioni economiche interne. Oltretutto dovrebbero essere varati maggiori stimoli fiscali.

Quest'estate c'è stata una nuova escalation delle tensioni commerciali. A partire dal 1° settembre, l'amministrazione USA ha introdotto nuovi dazi del 15% su una prima tranche (per circa 125 miliardi di dollari) delle importazioni rimanenti dalla Cina; quest'ultima ha immediatamente applicato delle misure di ritorsione, imponendo un dazio del 5%-10% sulle merci presenti sulla lista di prodotti target, specificando solo il numero di articoli, 1717, ma non il loro valore. Come se non bastasse, negli Stati Uniti sono iniziate delle pubbliche audizioni per valutare l'aumento agli inizi di ottobre di dazi già esistenti, che passerebbero dal 25% al 30%. Infine, si prevede che l'amministrazione USA imporrà entro metà dicembre dei dazi sull'ultima tranche di beni importati dalla Cina. Per quanto riguarda le misure non doganali, le licenze temporanee accordate alle aziende USA per poter riallacciare i rapporti d'affari con Huawei e in scadenza sono state prorogate ad agosto, ma finora non sono state fornite indicazioni strutturali su come operare con una controparte così importante. In eredità ci ritroviamo un mondo con più dazi e dove regna un maggior clima di incertezza riguardo a un accordo commerciale tra USA e Cina: è notizia di pochi giorni fa, confermata dal vice-premier Liu He e dal rappresentante per il commercio americano Robert Lighthizer, di un nuovo round di colloqui ad alto livello che si terranno a Washington.

Perché gli eventi a cui abbiamo appena fatto cenno sono così importanti? Abbiamo rivisto nuovamente al ribasso le nostre stime sul commercio mondiale per la seconda metà del 2019 e per il 2020, con un impatto nettamente negativo sulla performance dell'economia mondiale e in particolare su quelle economie che sono più aperte e più integrate con la Cina.

Tra i mercati sviluppati, l'Europa sta soffrendo più degli USA, e Paesi come la Germania e l'Italia (con una forte presenza di aziende manifatturiere che esportano la loro produzione) sono più colpiti rispetto ad altri membri dell'Unione europea. Visto il loro modello di crescita, i mercati emergenti dipendono ancora in larga misura dalla domanda esterna, e in genere i loro introiti dipendono ancora dalle loro esportazioni. Da tempo non si vedeva una dinamica così debole dell'economia asiatica. In America Latina, i Paesi dove la performance è più strettamente collegata al ciclo delle materie prime (Perù e Cile) stanno rapidamente finendo nella schiera dei Paesi interessati da una spirale ciclica negativa.

1/ Esportazioni dei Mercati Emergenti (% aggregata su base annua e % su base annua 3MAV)



Oltre agli effetti negativi delle tensioni commerciali, vale la pena di ricordare i numerosi rischi-Paese che sono emersi (quando non sono letteralmente esplosi) sia nelle economie sviluppate (Italia e Regno Unito), sia nei mercati emergenti (Argentina). Alcuni di questi Paesi sono riusciti a trovare una soluzione, come l'Italia che ha un nuovo governo formato da una coalizione diversa. Per contro, la crisi argentina è molto più profonda, e dopo l'esito sorprendente delle elezioni il Paese sudamericano è ora classificato come in default sul proprio debito.

Abbiamo abbassato notevolmente le stime sulla crescita 2019-2020 nella maggior parte dei mercati emergenti. Tra i Paesi più importanti, i BRICS, le revisioni riguardano in particolare Cina e India. La Cina è al centro del conflitto commerciale, e le misure implementate stanno indubbiamente trascinando al ribasso la crescita. Lo shock esterno va di pari passo con le restrizioni alla politica interna (soprattutto maggior regolamentazione e riduzione dell'indebitamento) che sono ancora attive nonostante l'economia sia sotto una minaccia esterna. Il settore industriale, quello dei consumi e quello immobiliare sono afflitti dalle difficoltà create dalle politiche interne ed esterne. Prevediamo che la crescita del PIL cinese si arresti al 6% nel secondo semestre del 2019 pur riuscendo a mantenere la media annuale di poco al di sopra del 6%. Il nuovo obiettivo di crescita per il 2020 dovrebbe comunque scendere al di sotto del 6% e quindi ci aspettiamo una crescita attorno al 5,8%. Il policy mix cinese prevede sempre degli stimoli anche se in misura molto più limitata, una versione assai alleggerita rispetto a quella degli ultimi anni in cui gli stimoli implementati erano massicci. Per quanto riguarda la politica monetaria, i tagli dei tassi sono limitati e molto mirati (sono previsti a breve tagli al coefficiente di riserva obbligatoria) e dalla fine dello scorso ottobre c'è stata una lieve ripresa della crescita del credito che da allora ha fatto segnare progressi modesti. La riforma recentemente annunciata dell'LPR (Loan Prime Rate - tasso di riferimento sui prestiti alle aziende private) si sta muovendo ancora nella direzione di un allentamento marginale, favorendo in effetti le grandi banche e i clienti più sicuri (le grandi aziende), senza promuovere un maggior accesso al credito per i clienti più a rischio (le piccole imprese). Alla fine di agosto è stato chiarito che l'LPR dovrebbe rappresentare una soglia minima (floor) per i tassi ipotecari e impedire loro di scendere troppo, a conferma del fatto che non si intende stimolare l'economia attraverso il mercato immobiliare.

Anche in India la situazione economica è generalmente fragile. Visto che l'economia è relativamente poco esposta alle influenze esterne, le esportazioni indiane hanno in genere sofferto meno di altre economie asiatiche, ma le questioni strutturali interne (nel settore rurale e in quello bancario) stanno gravando sugli investimenti e sui consumi delle famiglie. Le stime sulla crescita del PIL per l'esercizio fiscale 2020 (che si concluderà nel marzo 2020) sono state di recente riviste al ribasso e portate dal 6,1% annuo al 5,7% annuo, e riviste leggermente al rialzo per l'esercizio fiscale 2021, dal 6,5% annuo al 6,7% annuo. Allo stesso modo, il policy mix è diventato in parte più favorevole soprattutto per quanto riguarda la politica monetaria: la RBI ha tagliato finora il tasso di riferimento di 110 pb e ci aspettiamo altre misure espansive. Ad agosto l'RBI ha annunciato il trasferimento di un dividendo straordinario al governo per sostenere la spesa fiscale senza compromettere il percorso di consolidamento ribadito lo scorso luglio (obiettivo di disavanzo del bilancio per l'esercizio fiscale 2020) nella versione rivista della Finanziaria. Nei primi quattro mesi dell'attuale esercizio fiscale, il disavanzo è già pari al 78% dell'obiettivo per via del calo delle entrate dovuto alla debole

crescita economica. Se l'India non verrà meno ai propri obiettivi fiscali e al contempo cercherà di implementare delle riforme più strutturali, è improbabile che la crescita economica segua la traiettoria di una ripresa più sostenibile.

Se ci spostiamo verso Paesi meno sistemici, l'Argentina è il Paese in cui la revisione della crescita è stata più significativa: dal -1% annuo al -2,3% annuo nel 2019 e dal 2,5% annuo allo 0% annuo nel 2020. Le inattese elezioni primarie (PASO) dell'11 agosto hanno precipitato il Paese sull'orlo del default. L'esito delle elezioni e la possibile sospensione delle misure di austerità fiscale attuate nell'ambito del piano del FMI hanno indotto le principali agenzie di rating a declassare l'Argentina, con le obbligazioni che stanno già scontando un default. Il presidente in carica sta ora valutando delle iniziative finalizzate ad aumentare le sue chance di rielezione a ottobre e a tamponare l'emorragia del peso, con evidenti ripercussioni sul tasso di inflazione già superiore al 50% annuo. Di recente sono stati introdotti dei controlli parziali dei capitali e al momento sono in forse sia la prossima tranche erogata dal FMI (metà settembre), sia il proseguimento del piano.

Nel complesso, grazie a una Federal Reserve e a una BCE sempre più accomodanti, anche la politica monetaria dei mercati emergenti è diventata più espansiva. Ad agosto, circa 15 banche centrali tra quelle in rassegna hanno tagliato il loro tasso di riferimento, alcune di esse, come la Bank of Thailand e la banca centrale peruviana, in modo del tutto inaspettato. Si prevedono altre misure accomodanti, in particolare se le principali banche centrali mondiali confermeranno le aspettative dei mercati a settembre. Queste ulteriori misure contribuiranno ad alleviare la situazione attuale solo se verranno trasferite all'economia reale. Diversamente, lo sviluppo delle economie più regionali potrebbe beneficiare in misura maggiore degli stimoli fiscali, laddove finanziariamente sostenibili, e delle riforme e delle politiche pro-business.

Avvertenze

Nell'Unione Europea, questo documento è rivolto ai soli investitori "professionali", come definiti nella Direttiva 2004/39/CE del 21 aprile 2004 relativa ai mercati degli strumenti finanziari ("MiFID"), ai prestatori di servizi di investimento e di qualsiasi altro professionista del settore finanziario, e se del caso in ogni regolamentazione locale e, per quanto riguarda l'offerta in Svizzera, un "investitore qualificato" ai sensi delle disposizioni della legge svizzera sugli investimenti collettivi del 23 giugno 2006 (CISA), dell'ordinanza svizzera sugli investimenti collettivi del 22 novembre 2006 (CISO) e della circolare FINMA 08/08 sulla pubblicità ai sensi della legislazione sugli investimenti collettivi del 20 novembre 2008. In nessun caso questo materiale può essere distribuito nell'Unione Europea a investitori non "professionali", come definiti nella MiFID o in ogni regolamentazione locale, o in Svizzera a investitori che non rispettino la definizione di "investitori qualificati", come definiti nella legislazione applicabile e la regolamentazione. Il presente documento non è rivolto ai cittadini o residenti degli Stati Uniti d'America o a qualsiasi «U.S. Person» come definita nel SEC Regulation S ai sensi del US Securities Act of 1933. Il presente documento non costituisce un'offerta di acquisto o una sollecitazione a vendere un prodotto, e non deve essere considerato come una sollecitazione illegittima o una consulenza d'investimento. Amundi SGR declina ogni responsabilità, diretta o indiretta, che possa derivare dall'uso delle informazioni contenute in questo materiale. Amundi non può in alcun modo essere ritenuta responsabile per qualsiasi decisione o investimento effettuati sulla base delle informazioni contenute in questo materiale. Le informazioni contenute in questo documento sono divulgate su base confidenziale e non possono essere copiate, riprodotte, modificate, tradotte o distribuite senza la previa autorizzazione scritta di Amundi, a qualsiasi terza persona o entità in qualsiasi paese o giurisdizione che potrebbe sottoporre Amundi o uno qualsiasi dei "Fondi" a requisiti di iscrizione all'interno di suddette giurisdizioni o dove potrebbe essere considerato illegittimo. Di conseguenza, questo materiale è destinato alla distribuzione solo in giurisdizioni ove permesso e alle persone che possano riceverlo senza violare requisiti di legge o regolamentari applicabili. Le informazioni contenute in questo documento sono ritenute accurate alla data di pubblicazione. Dati, opinioni e stime possono essere modificati senza preavviso.

Il presente documento è stato predisposto da Amundi, società anonima con capitale di 1.086.262.605 € - Società di gestione approvata dell'AMF N° GP 04000036 - Sede legale: 90, boulevard Pasteur - 75015 Parigi - Francia 437 574 452 RCS Parigi.