La fiducia va meritata

Amundi
ASSET MANAGEMENT

Luglio 2019

G20: sollievo dei mercati, occhi puntati sulle Banche Centrali

INVESTMENT TALKS

Vincent MORTIER
Deputy Group CIO

Didier BOROWSKI
Head of Macroeconomic Research

Monica DEFEND
Head of Strategy, Deputy Head of Research

- ***Lo scenario peggiore di un'ulteriore escalation delle tensioni commerciali è stato evitato.*** *Il summit del G20 nel fine settimana ha ripreso i negoziati tra Cina e Stati Uniti sul commercio, dopo l'aumento dei dazi a maggio per 200 miliardi di dollari di esportazioni cinesi in Usa e le conseguenti rappresaglie cinesi, che hanno messo sotto pressione i mercati finanziari e aumentato il rischio di ribasso per le prospettive economiche. Lo scenario peggiore di un'estensione dei dazi sui restanti circa 300 miliardi di dollari di importazioni dalla Cina, che avrebbe seriamente danneggiato l'economia globale, è stato evitato nel breve periodo. Alcune concessioni sono state fatte da entrambe le parti: dagli Stati Uniti per alleggerire il bando sulle tecnologie di Huawei (le compagnie statunitensi saranno nuovamente autorizzate a vendere attrezzature alla società cinese), e dalla Cina per intensificare l'importazione di beni agricoli statunitensi.*
- ***Un periodo di "grazia".*** *L'economia statunitense non è stata immune dalle conseguenze del deterioramento del commercio mondiale (PMI manifatturiero debole, 51,7 a giugno contro 56,6 all'inizio dell'anno e investimenti deboli). La volontà del presidente Trump di evitare un ulteriore indebolimento delle condizioni economiche degli Stati Uniti (e il sentiment degli investitori) consentirà al mercato di guadagnare tempo sulle dispute commerciali, prima che questo tema ritorni al centro dell'attenzione con l'inasprimento dei toni della prossima campagna elettorale presidenziale degli Stati Uniti.*
- ***Sollievo del mercato, non un rally per gli attivi rischiosi.*** *Come previsto, c'è stato qualche sollievo del mercato dopo il summit del G20 piuttosto che un forte rally, poiché alcuni progressi nelle dispute commerciali erano già in qualche modo scontati e le aspettative per un accordo completo sono ancora molto basse, specialmente riguardo al tema della supremazia tecnologica che è al centro della scena. L'attenzione tornerà sui dati economici, che continuano a mostrare debolezza, e sulle Banche Centrali, dove le aspettative per misure accomodanti sono alte, forse troppo alte con qualche rischio di delusione.*
- ***Mercati emergenti e titoli azionari europei i vincitori della tregua commerciale.*** *Sebbene uno scenario di ripresa dei negoziati non modifichi sostanzialmente la nostra valutazione cauta del rischio, riteniamo che gli attivi dei mercati emergenti e le azioni europee potrebbero beneficiare in termini relativi del sollievo post G20.*

Ritenete che il summit del G20 in Giappone sia stato fondamentale nel processo di negoziazione commerciale?

Non è stato fondamentale, ma è innegabilmente un sollievo nel breve termine. Il risultato del G20 è leggermente più favorevole del previsto. Da un lato, perché i negoziati riprenderanno senza una nuova scadenza che potrebbe riaccendere le tensioni nel prossimo futuro, mentre d'altro canto, perché mostra che Donald Trump è in definitiva pragmatico. Il deterioramento delle indagini sulla fiducia negli Stati Uniti indica che le prospettive economiche potrebbero peggiorare ulteriormente se la pressione sul consumatore si dovesse intensificare (attraverso una perdita di potere d'acquisto). I consumi sono l'ultima linea di difesa. Trump sembra prendere maggiormente in considerazione i rischi associati alla sua strategia protezionistica, il che non era ovvio prima della riunione del G20. La sospensione del divieto di esportazione su Huawei (una misura piuttosto inaspettata) allevia la pressione sulla catena del valore nel settore tecnologico. In cambio di un atteggiamento più accomodante, Trump ha ottenuto dalla Cina l'aumento delle importazioni di prodotti agricoli dagli Stati Uniti (ancora nessun dettaglio su questo tema). In fin dei conti, non dobbiamo concludere che le tensioni tra i due paesi siano scomparse. La tregua è chiaramente fragile.

"La tregua commerciale USA-Cina durante il summit del G20 può dare un sollievo temporaneo, ma non rappresenta un punto di svolta".

Quali potrebbero essere i prossimi passi nei processi di negoziazione? Vi aspettate un alleggerimento dei toni?

A un primo sguardo, il risultato del G20 è incoraggiante. Trump ha guadagnato tempo. In sostanza, la tregua raggiunta non cambia molto. Le questioni più complesse (diritti di proprietà intellettuale, trasferimenti di tecnologia) non sono state affrontate al G20. Il confronto tra Stati Uniti e Cina tornerà quindi in prima linea. Non bisogna dimenticare che gli Stati Uniti stanno

"Le nostre aspettative sono di incertezza di lunga durata per quanto riguarda un accordo commerciale globale, dal momento che le questioni più complesse non sono state ancora affrontate".

entrando in un periodo pre-elettorale. L'opposizione alla Cina va ben oltre i Repubblicani. Qualunque sia il suo successore alla Casa Bianca il prossimo anno, l'opposizione tra i due paesi su questioni strategiche potrebbe peggiorare le loro relazioni nei prossimi anni. È quindi importante non fraintendere il contesto. Il protezionismo prevalente non scomparirà dal radar. La probabilità di un accordo commerciale globale è molto bassa. E alla fine, c'è ancora il grande rischio che Donald Trump imponga un aumento tariffario su altri 300 miliardi di dollari di importazioni dalla Cina, anche se non immediatamente, e ad un tasso inferiore (più probabile del 10% rispetto al 25%). L'incertezza sui dazi è persistente, il che chiaramente non è una buona notizia per gli investimenti e il commercio.

Politica e Banche Centrali: come sta cambiando la relazione, in una fase in cui le Banche Centrali sono chiamate a fornire ulteriore liquidità nel mercato?

Nel breve termine, le Banche Centrali monitoreranno l'impatto di questa tregua sul clima economico, in particolare nel settore industriale. Gli indici PMI del settore manifatturiero sono peggiorati nettamente a livello mondiale dall'inizio dell'anno, tanto che la guerra commerciale è stata considerata un rischio importante per le banche centrali. Più a lungo dura la pressione sull'industria, più è probabile che la domanda globale si indebolirà, con un contagio al settore dei servizi. In realtà, il cambiamento nella comunicazione delle Banche Centrali dall'inizio dell'anno è in gran parte spiegato dall'aumento di questo rischio. Nel breve termine, la tregua dovrebbe incoraggiare un atteggiamento attendista. In un contesto di bassa inflazione, le Banche Centrali sono pronte a reagire se le prospettive economiche dovessero deteriorarsi. Ma non vi è alcuna urgenza di agire nel breve termine. Detto questo, i dazi non sono l'unica causa di preoccupazione. L'inflazione bassa in una fase avanzata del ciclo, l'indebolimento degli investimenti in molti paesi e l'aumento del debito globale interessano anche le Banche Centrali delle economie avanzate. Riteniamo che i loro tassi chiave rimarranno bassi per molto tempo.

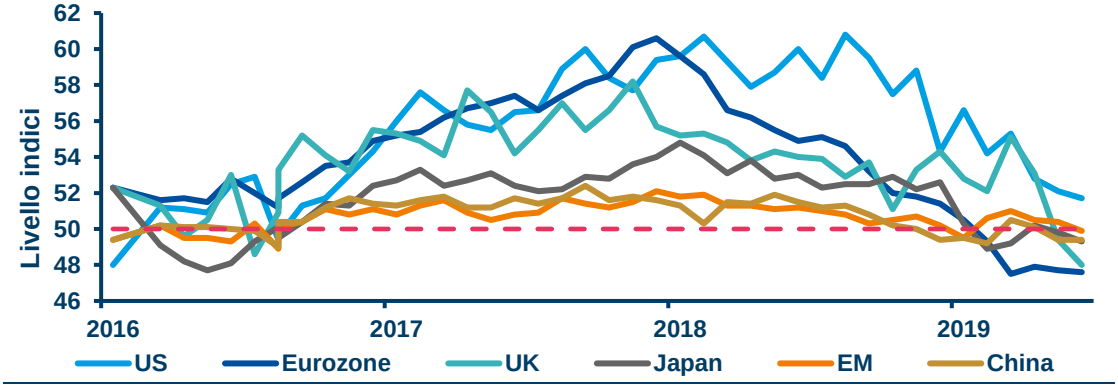
In che modo l'evoluzione delle relazioni commerciali tra Cina e Stati Uniti influisce sul vostro scenario centrale per l'economia globale?

"Riteniamo che il rallentamento economico globale rimarrà moderato quest'anno, fino a quando le relazioni USA-Cina rimarranno stabili".

La rivalità tra Stati Uniti e Cina è un elemento specifico di rischio e incertezza. Tuttavia, la tregua dimostra che gli Stati Uniti hanno bisogno della Cina e viceversa. Le catene del valore sono ancora altamente integrate. Non è nell'interesse degli Stati Uniti vedere improvvisamente i prezzi al consumo salire a causa delle barriere tariffarie (i prodotti importati dalla Cina non sono ovviamente prodotti negli Stati Uniti).

Se la relazione USA-Cina dovesse peggiorare, metterebbe pressione sul commercio globale e offuscherebbe le prospettive economiche globali. Questo può costare all'Europa, agli Stati Uniti e alla Cina alcuni decimi di punto di crescita. Tuttavia, è improbabile che causi una recessione fintanto che la pressione sul commercio rimane moderata. La crescita globale è guidata principalmente dalla domanda interna e i consumi beneficiano ancora delle condizioni positive del mercato del lavoro nelle principali economie avanzate. Inoltre, le condizioni monetarie e finanziarie globali sono molto accomodanti. L'impatto delle politiche di stabilizzazione (cioè politiche fiscali e monetarie anticicliche) non dovrebbe essere sottovalutato. In questo contesto, continuiamo a ritenere che il rallentamento economico globale rimarrà moderato quest'anno (prevediamo una crescita mondiale del 3,3% nel 2019 e leggermente superiore nel 2020).

PMI manifatturiero, un motivo di preoccupazione



Fonte: Amundi analisi Bloomberg, dati al 1° luglio 2019. 50 è la soglia tra contrazione (<50) ed espansione (> 50).

Amundi ASSET MANAGEMENT

"Non ci sono ragioni fondamentali per un rally degli attivi rischiosi, dai livelli attuali".

Quali sono, a vostro avviso, le implicazioni per i mercati finanziari?

Come previsto, c'è stato un certo sollievo da parte dei mercati dopo la tregua commerciale USA-Cina al summit del G20, ma non un rally, poiché parte dei progressi nella disputa commerciale erano già in qualche modo scontati e le aspettative per un accordo completo sono ancora molto basse, soprattutto riguardo al tema centrale della supremazia tecnologica.

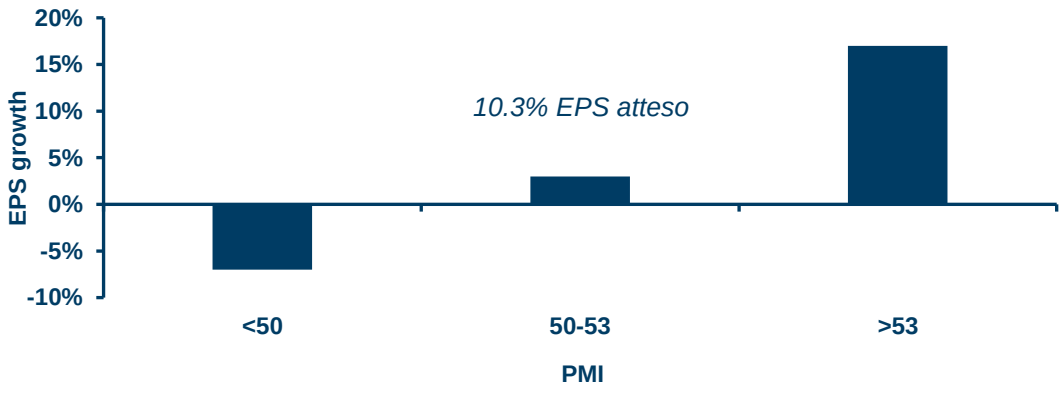
Ricordiamo che il rally degli attivi rischiosi seguito al vertice del G20 di novembre 2018, che aveva portato ad un accordo tra Cina e Stati Uniti, è stato di breve durata in quanto le preoccupazioni sulla crescita globale hanno rapidamente dominato la scena. I costi dell'escalation delle controversie commerciali sono stati prezzati dai mercati e si riflettono già nella debolezza delle economie, finendo col determinare una posizione più accomodante nella retorica delle politiche monetarie.

A giugno, l'attività manifatturiera ha ulteriormente rallentato su tutta la linea: Cina, Stati Uniti ed Europa hanno continuato a mostrare dati deboli, con livelli al di sotto della soglia di 50 nella maggior parte dei casi.

Molti altri dati economici dovrebbero essere diffusi nei prossimi giorni e ciò dovrebbe aprire la strada alle banche centrali. Sono possibili alcuni rischi di delusione. I toni ultra-accomodanti delle banche centrali a giugno hanno già portato gli indici azionari ai massimi annuali, e ci sono ancora incertezze significative che potrebbero impedire ai mercati di registrare ulteriori guadagni. In particolare, la stagione degli utili che dovrebbe iniziare tra poche settimane indicherà quanto il rallentamento e la guerra commerciale hanno intaccato i bilanci.

Sulla base delle nostre analisi, l'indice US Purchasing Manager nel range 50-53 è coerente con la crescita dell'utile per azione (EPS) a 12 mesi di circa il 3%, che è ben al di sotto delle aspettative del consensus. Le previsioni EPS si attestano oggi a due cifre e sono suscettibili di essere riviste al ribasso con l'aggiornamento di luglio. È improbabile che si materializzi un'accelerazione delle aspettative per il quarto trimestre 2019 e la prima metà del 2020 e riteniamo ci sia il rischio che i mercati siano ancora eccessivamente compiacenti e troppo dipendenti dalle Banche Centrali.

US PMI e S&P500 Earnings per Share var % a/a a 12 mesi.



Fonte: Amundi Research, al 30 giugno 2019. PMI e EPS anno su anno; orizzonte temporale di analisi Gen 1948 - Mag 2019.

"Gli attivi dei mercati emergenti e le azioni europee potrebbero trarre vantaggio dall'attenuazione delle tensioni commerciali. Il mercato valutario può offrire opportunità relativamente buone in questa fase".

Pertanto, restiamo cauti riguardo alle valutazioni del rischio complessivo. Non ci sono ragioni fondamentali per un forte aumento dell'assunzione di rischio senza un miglioramento sostanziale delle condizioni economiche, e questo è difficile da vedere in questa fase. In termini relativi, le attività dei mercati emergenti e le azioni europee potrebbero essere i principali beneficiari di un allentamento temporaneo delle tensioni commerciali. Il mercato valutario potrebbe anche offrire alcune opportunità, in questa fase. Come molte altre classi di attivi, le valute hanno già scontato alcuni progressi. Anche se i messaggi sono stati contrastanti, i mercati valutari sembrano aver acquisito la retorica *"Abbiamo ottime possibilità di fare qualcosa con la Cina".* Questo spiega le buone performance di CAD, AUD e NZD fino ad oggi. È probabile che il rally continui, visti i risultati del G20.

Amundi
ASSET MANAGEMENT

Avvertenze

I contenuti di questo documento hanno carattere puramente informativo e si riferiscono ad analisi di mercato e/o approfondimenti, che tengono conto delle situazioni economico-finanziarie attualmente presenti. I dati, le opinioni e le informazioni in esso contenuti, sono prodotti da Amundi Asset Management, che si riserva il diritto di modificarli ed aggiornarli in qualsiasi momento e a propria discrezione. Non vi è garanzia che i paesi, i mercati o i settori citati manifestino i rendimenti attesi. Le informazioni fornite non costituiscono un prospetto o documento d'offerta né possono essere intese come consulenza, raccomandazione o sollecitazione all'investimento.
Il documento e ogni sua parte, se non diversamente consentito e/o in mancanza di una espressa autorizzazione scritta di Amundi SGR S.p.A., non potrà essere copiato, modificato, divulgato a terzi, diffuso con qualunque mezzo e più in generale qualunque atto di disposizione o utilizzo di informazioni ivi contenute sono vietati, salvo espressa indicazione contraria.

Data primo utilizzo: 2 luglio 2019