



News

10/07/2018 12:10

FONDI E GESTIONI

Amundi: per mitigare gli effetti del protezionismo occorre fare selezione nei basket

Didier Borowski, Eric Mijot, Patric Lemonnier, Francesco Sandrini, gestori Amundi



Vi sono rischi di inasprimento delle attuali controversie commerciali?

D. Borowski: Dopo diversi mesi di esitazione, il presidente Donald Trump ha alla fine deciso di attuare alcune delle sue minacce protezionistiche, prima contro l'Unione Europea, il Canada e il Messico (con un aumento il 1° giugno delle tariffe su acciaio e alluminio); poi, più recentemente, con la Cina, con la minaccia di aumentare i dazi su 200 miliardi di dollari di importazioni da quel paese. La Cina ha

immediatamente annunciato misure di ritorsione. Ciò potrebbe a sua volta provocare annunci di ulteriori aumenti (dagli Stati Uniti) su altri prodotti. Il presidente Trump minaccia apertamente di aumentare i dazi sulle importazioni di auto, con la speranza di riequilibrare la bilancia commerciale bilaterale statunitense con l'Europa e il Giappone. Il nostro scenario centrale vede l'implementazione di dazi contenuti su diversi fronti con impatti macroeconomici relativamente controllati, mentre le trattative continuano. Sebbene le trattative siano diventate più difficili, vediamo ancora spazio di negoziazione tra le parti, e questa è la principale differenza rispetto a una vera e propria guerra commerciale. Tuttavia, i recenti sviluppi, oltre all'alto grado di approvazione delle azioni del Presidente Trump in materia commerciale che potrebbe incoraggiarlo a mantenere un atteggiamento "offensivo" sugli scambi commerciali, hanno aumentato il rischio di coda, ossia la potenziale rottura delle trattative. Ciò potrebbe comportare una seria spirale di rappresaglie, con significativi effetti negativi sul commercio globale, sui mercati finanziari e, quindi, sull'economia mondiale.

Quali potrebbero essere le implicazioni delle minacce protezionistiche sull'attuale contesto economico? E cosa succederebbe se una guerra commerciale si dovesse materializzare?

D. Borowski: Il rischio di una guerra commerciale globale potrebbe influire sulla crescita del PIL ben prima del suo inizio. Le tensioni commerciali tra gli Stati Uniti e la maggior parte dei suoi partner hanno già iniziato

a pesare sulla fiducia delle imprese (in particolare in Germania, il paese europeo più esposto al commercio mondiale) e sul momentum commerciale. L'incertezza ora rischia di pesare sugli investimenti delle imprese, anche prima che il commercio globale sia influenzato dalle misure, alcune delle quali potrebbero non essere mai messe in atto. Detto questo, nel nostro scenario centrale, continuiamo a credere che l'impatto delle misure protezionistiche sul commercio mondiale sarà modesto e che l'espansione economica globale continuerà nel 2018 e nel 2019. Lo scenario peggiore (guerra commerciale) probabilmente porterebbe pressioni recessive sull'economia mondiale. Le misure protezionistiche hanno un impatto negativo sull'economia globale, anche sul paese che le impone. Le imprese americane esportatrici di automobili, ad esempio, probabilmente soffrirebbero di una riduzione della domanda (rappresaglie europee) e di maggiori costi di produzione (dazi sui materiali). La forza dell'impatto sarebbe inizialmente proporzionale all'entità delle tariffe applicate, ma al di sopra di una certa soglia l'impatto sarebbe più che proporzionale in conseguenza dell'adozione di misure implicite o non ufficiali.

Come individuare i paesi potenzialmente più resilienti in questo contesto?

D. Borowski: Poiché le catene globali del valore sono molte integrate, è risaputo che non c'è probabilità di trovare un vincitore nelle guerre commerciali. Tuttavia, alcuni paesi potrebbero dimostrarsi più resilienti di altri: le economie più "domestiche"; i paesi che hanno beneficiato dell'espansione globale per aggiustare i propri squilibri e aumentare la spesa pubblica più produttiva; i paesi che hanno attuato riforme per migliorare il contesto di investimento (a livello nazionale ed estero); i paesi meno vulnerabili dall'esterno con un efficace mix di politiche (monetarie e fiscali). Per un periodo di tempo limitato, ci aspettiamo che gli esportatori di materie prime avranno maggiori benefici degli esportatori di manufatti: infatti, le dinamiche dell'offerta tenderanno a sostenere i prezzi delle materie prime; un rallentamento del ciclo globale potrebbe raffreddare le aspettative degli esportatori di manufatti e frenare le decisioni di investimento. Quindi, ci aspettiamo che i paesi più esposti ai settori colpiti dai dazi (in particolare il settore automobilistico) siano quelli più colpiti sia tra i paesi sviluppati che tra i paesi emergenti. Per quanto riguarda i mercati emergenti, considerando le due aree critiche il settore automobilistico e le tensioni Cina / Stati Uniti le regioni maggiormente colpite potrebbero essere l'Europa Orientale e l'Asia, a causa dell'integrazione settoriale e geografica. Comunque, un rallentamento più forte del previsto in Cina impatterebbe alcune economie molto aperte, esportatrici di materie prime dell'America Latina (Cile, Perù).

Cosa vi aspettate dai dialoghi tra Stati Uniti e Cina?

D. Borowski: Prevediamo, come caso centrale, che vengano introdotti dazi contenuti, con impatti macroeconomici relativamente limitati mentre proseguono le trattative. Dal punto di vista della Cina, la politica è stata relativamente coerente, offrendo alcune riforme e ulteriori aperture (taglio alle tasse di importazione su automobili e alcuni beni di consumo e apertura dei settori automobilistico e finanziario agli investitori stranieri). Inoltre, ci aspettiamo che la posizione politica della Cina venga ulteriormente messa a punto per proteggersi da un moderato rallentamento. Nonostante l'incertezza nel breve termine, in una prospettiva a medio termine, sembra che le pressioni protezionistiche del Presidente Trump potrebbero portare ad una più profonda integrazione della Cina con altri paesi emergenti desiderosi di diversificare il rischio lontano dall'incertezza legata alla politica USA e di abbracciare il progetto di infrastrutture della Cina, Belt & Road. Relativamente ai rischi di coda, se le controversie dovessero intensificarsi, il danno al commercio globale e alla Cina potrebbe essere significativo. Come stima approssimativa, riteniamo che la tassa del 25% su 50 miliardi di dollari di prodotti potrebbe impattare di circa 0,1% sulla crescita del PIL cinese (mentre una tassa del 10% su 200 miliardi di dollari potrebbe avere un impatto di ulteriori 0,2% punti). Ciononostante, c'è ancora la possibilità che Stati Uniti e Cina possano raggiungere alcuni accordi che potrebbero tradursi in un calo delle preoccupazioni in merito a dazi potenziali e altre misure protezionistiche.

Quali potrebbero essere le implicazioni per l'Europa di dazi sull'esportazione di automobili?

D. Borowski: La prossima mossa degli Stati Uniti potrebbe essere un aumento dei dazi americani sulle auto importate dall'Europa, dall'attuale 2,5% al 20% o 25%. Questa è una minaccia che non può essere ignorata. Una caratteristica chiave di tale azione è che avrebbe conseguenze molto disomogenee sui paesi della zona euro, con effetti sproporzionatamente negativi sulla Germania e sui paesi più piccoli (in particolare la Slovacchia, ma anche un certo numero di paesi non euro-CEE) che sono attori chiave della filiera in Germania. Secondo le statistiche di ITC, le esportazioni di automobili tedesche (solo autovetture, escludendo altri autoveicoli) verso Stati Uniti valevano 20 miliardi di euro nel 2017. Questo è il 15% delle esportazioni lorde di automobili tedesche, ovvero lo 0,6% del PIL tedesco (stimato a circa 0,4% del valore aggiunto nazionale tedesco). Il secondo paese più colpito in assoluto sarebbe l'Italia, le cui esportazioni lorde di automobili verso gli Stati Uniti valevano 4,3 miliardi di euro nel 2017 (il 26% delle esportazioni di auto italiane e lo 0,25% del PIL). L'effetto di una tassa sulle esportazioni dipende dalla particolare elasticità di prezzo di questo settore negli Stati Uniti. Altri fattori entreranno in gioco: lo shock per gli investimenti come reazione alle preoccupazioni di una guerra commerciale più ampia; gli equilibri politici all'interno dell'Eurozona potrebbero essere messi in discussione a causa dell'asimmetria dello shock. D'altra parte, l'impatto potrebbe essere attenuato da un euro presumibilmente più debole. Complessivamente, se fossero effettivamente implementati dazi americani di tale entità (20% o 25%) sulle auto europee, abbasseremmo la previsione del PIL dell'Eurozona di 0,1 punti per il 2018 e di 0,2 punti per il 2019, con la maggior parte delle perdite legate

alla Germania. **Quali potrebbero essere le implicazioni di un aumento delle questioni commerciali sui mercati azionari e quali strategie/settori/mercati azionari potrebbero reagire meglio?**

E. Mijot: Una vera guerra commerciale non rientra nel nostro scenario di base e potrebbe essere dolorosa per tutti i mercati azionari. Un'escalation delle tensioni potrebbe infatti interrompere la catena di creazione di valore che è attualmente molto internazionale. In teoria, le società statunitensi potrebbero recuperare una certa competitività rispetto ad altre, ma ci sarebbe anche un impatto negativo sui costi di produzione e sui margini. A livello regionale, la nostra preferenza sulle azioni va ancora agli Stati Uniti. In Europa, il Regno Unito dovrebbe fare meglio dell'Eurozona. Dovrebbero emergere tre temi globali: 1) gli asset domestici: in particolare il consumo non ciclico (vendita al dettaglio di alimentari, ecc.) anche le small cap, ma solo se il ciclo positivo continua e la volatilità rimane contenuta; 2) accelerazione dell'attuale movimento verso la qualità (che esclude alcuni finanziari, nonostante le loro caratteristiche di esposizione all'economia domestica); e 3) se la situazione dovesse ulteriormente peggiorare, spostare l'attenzione su azioni domestiche più difensive e sensibili ai tassi (Utilities, Telecom, Real estate). Tra i mercati emergenti, se la crescita commerciale globale dovesse rallentare significativamente, le economie chiuse soffriranno meno. Tra i paesi emergenti asiatici, preferiamo India e Indonesia, entrambi con storie di crescita con buoni fondamentali societari. Anche in termini settoriali, pensiamo sia meglio rimanere sul fronte domestico, ad esempio con i settori dei consumi e anche i finanziari in questo caso principalmente tra le economie emergenti asiatiche, dove sta continuando il ribilanciamento cinese tra investimenti e consumi. Supponendo che la disputa, almeno a breve termine, riguarderà principalmente Stati Uniti e Cina, i paesi più esposti a queste due economie (Vietnam, Taiwan, Colombia, Corea del Sud, Malesia) potrebbero essere a breve termine più vulnerabili. E' improbabile che il petrolio venga colpito direttamente dai dazi e ciò protegge gli esportatori di petrolio, almeno nella fase iniziale.

Cosa ne pensate dell'azionario dei paesi emergenti nell'attuale contesto di tensioni commerciali?

P. Lemonnier: Le tensioni commerciali hanno un impatto negativo sui mercati emergenti in quanto tendono a spingere più in alto l'inflazione globale e i tassi USA, a contrarre la propensione all'investimento e potrebbero pesare negativamente sulle esportazioni di alcuni paesi. All'interno dei paesi emergenti, Cina e Messico rappresentano i principali obiettivi, ma non sono stati risparmiati neanche gli alleati occidentali. La misura in cui saranno colpite le economie emergenti dipenderà in ultima analisi dalle misure effettive e dalla potenziale escalation. Tuttavia, riteniamo che la Cina, che esporta l'equivalente del 3% del suo PIL negli Stati Uniti, abbia la capacità di adottare misure economiche interne (soprattutto monetarie) per mitigare qualsiasi impatto negativo. I paesi esportatori di materie prime nei mercati emergenti non sono direttamente interessati. Tuttavia, la forza del dollaro USA, esacerbata dalle sanzioni commerciali statunitensi, nonché la crescita economica marginalmente più debole a livello potenziale, potrebbero pesare sui prezzi delle materie prime. Per quanto riguarda le negoziazioni cino-americane sul commercio, ci aspettiamo attriti a livello strutturale, dati i crescenti livelli di concorrenza sulla tecnologia. Tuttavia, entrambe le parti dovrebbero a un certo punto capire che avrebbero tutte qualcosa da perdere allontanandosi troppo bruscamente dall'ordine attuale del commercio globale. In ogni caso, crediamo che gli Stati Uniti non saranno in grado di impedire alla Cina di diventare un leader tecnologico globale. La capacità della Cina di investire in Ricerca e Sviluppo e di beneficiare delle grandi economie di scala, derivanti dalle enormi dimensioni del suo mercato, continuerà a funzionare a suo favore nel medio termine.

Quali aree/paesi si dovrebbero preferire in una fase di crescente protezionismo?

P. Lemonnier: L'allocazione in un portafoglio azionario emergente globale non dipende esclusivamente dai rischi del commercio globale, anche se in questo frangente rappresenta una questione importante. L'allocazione azionaria dei mercati emergenti è legata anche alle questioni politiche interne (come le elezioni), alle valutazioni dei mercati e della moneta, ai cicli dei tassi di interesse, alle tendenze economiche interne, alle opportunità di selezionare titoli, ecc. In questo contesto, continuiamo a preferire la Russia, che sembra essere abbastanza isolata dalle questioni commerciali globali. Le esportazioni di petrolio non sono in pericolo. Siamo cauti riguardo ai settori delle materie prime, in cui è possibile che si concretizzi una correzione dei prezzi dei metalli. Continuiamo a preferire la Cina, nonostante la questione commerciale, data la sua flessibilità in termini di politica economica. Siamo ancora favorevoli al Messico, dove crediamo che, anche se il NAFTA dovesse terminare, il Presidente Trump negozierebbe un accordo bilaterale in grado di soddisfare entrambe le parti per preservare gli interessi commerciali degli Stati Uniti profondamente radicati in Messico. Guardiamo alla Grecia, dove le banche sono un investimento idiosincratico che non dipende dal commercio globale. In termini di selezione titoli, questa fase favorisce le società con utili in dollari USA, le cui quotazioni hanno sofferto insieme ai paesi di quotazione a causa dell'aumento delle questioni commerciali e politiche.

In termini di tensioni commerciali, cosa è attualmente scontato dal mercato? Quale asset class potrebbe essere la più colpita/favorita in una fase di crescenti tensioni commerciali?

F. Sandrini: Nel momento in cui scriviamo, i mercati azionari europei stanno soffrendo; è difficile attribuire un tale effetto solo al tema della guerra commerciale, dato il progressivo deterioramento degli indicatori economici europei. Tuttavia, vale la pena notare che il DAX tedesco ha sottoperformato l'indice Stoxx600 e il settore automobilistico, all'interno del settore dei consumi discrezionali, è stato duramente colpito. L'aumento

del 25% dei prezzi delle auto americane potrebbe avere un impatto sul PIL dell'Eurozona molto significativo, date le previsioni già comprese per il 2019. Osservando i dati della catena del valore globale, non sorprende che il paese più esposto sia la Germania. Un aumento tariffario più ampio sulle auto potrebbe essere materialmente dannoso per il PIL della zona euro. Oggi non è facile quantificare l'impatto sulle intenzioni delle spese in conto capitale e la misura delle possibili ritorsioni dell'UE, poichè la situazione è estremamente eterogenea nell'Unione Europea. Pertanto, è difficile pensare ad un'unica risposta politica. Riteniamo che gli investitori dovrebbero preferire i settori difensivi a livello domestico per cui l'esposizione al commercio globale sia più contenuta. Riteniamo che per compensare tali perdite in termini di PIL sia necessario che l'USD si apprezzi rispetto all'EURO in un intervallo del 5-10%. Quindi, una posizione costruttiva sull'USD sembra, nelle attuali circostanze, consigliabile.

Come si possono gestire i rischi di tensioni commerciali con un approccio multi-asset? F. Sandrini:

Un investitore multi-asset può chiaramente attuare un atteggiamento prudente a diversi livelli, mantenendo un'esposizione difensiva verso paesi fortemente coinvolti nella catena del valore globale (ad esempio, Taiwan, Germania per i settori chiave come Tech e Auto), mantenendo esposizioni verso il dollaro USA e lo yen che possono apprezzarsi in fase di sell-off dei mercati qualora gli attuali timori arrivino ad includere la crescita globale e le spese in conto capitale. A livello settoriale (secondo livello di asset allocation), riteniamo preferibile un'allocazione piuttosto difensiva (ad es. Telecomunicazioni, Utility), tenendo presente che la dinamica dei tassi potrebbe avere un effetto su alcuni dei settori con maggiore leva. A livello di selezione titoli, riteniamo sia importante guardare attentamente a società che sono diversificate rispetto alla catena del valore globale e non sono così esposte a fattori politici rivolti a settori specifici.

Milano Finanza copyright 2014 - 2018. Tutti i diritti riservati

Le informazioni sono fornite ad uso personale e puramente informativo. Ne è vietata la commercializzazione e redistribuzione con qualsiasi mezzo secondo i termini delle [condizioni generali di utilizzo](#) del sito e secondo le leggi sul diritto d'autore. Per utilizzi diversi da quelli qui previsti vi preghiamo di contattare mfhelp@class.it

[Stampa la pagina](#)

