

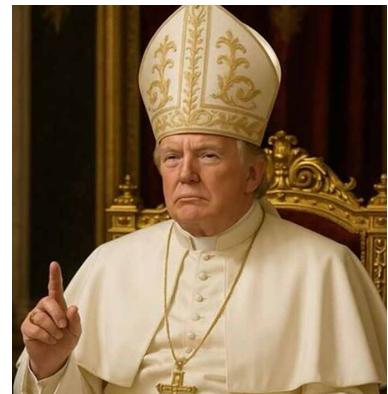


A cura di **Mario Cribari**
Head of Investment Strategy and Research, Partner



EXTRA OMNES

Il giorno della liberazione si è trasformato in un embargo contro tutto il mondo, colpendo indiscriminatamente alleati e no, anche i più fedeli. Come la storia insegna, tuttavia, i momenti estremi di volatilità provocano sempre una **contro-mossa politica**. L'eccezionalismo americano è messo in dubbio. Nutriamo forti dubbi sulle velleità "papali" del Presidente Trump ma **siamo fiduciosi in una "fumata bianca" su accordi commerciali bilaterali ragionevoli**. Altrimenti si va sotto di brutto...



Scenario Macro

Il giorno della liberazione si è trasformato in un embargo contro tutto il mondo, colpendo indiscriminatamente alleati e no, anche i più fedeli. Come la storia insegna, tuttavia, i momenti estremi di volatilità provocano sempre una **contro-mossa politica**, a maggior ragione questa volta essendone stata la causa scatenante. In ogni caso la confusione regna totale

L'impatto sull'economia è comunque già avvenuto. Le conseguenze più negative rischiano di essere proprio sugli USA stessi che tuttavia, fortunatamente, partivano da una situazione molto positiva. **Se l'impatto porterà ad una recessione o solo ad un marcato rallentamento dipenderà da come verrà gestito il proseguo della guerra commerciale**. Si può provare ad essere ottimisti

Il PIL del 1Q leggermente negativo (a causa del front running sulle importazioni) ormai è storia. Molto più importante sarà capire come sta evolvendo il 2Q e se gli hard data convergeranno sui deboli soft data

La speranza è che Trump voglia sfruttare i prossimi due-tre mesi di finestra positiva sull'inflazione per **arrivare nel frattempo ad accordi commerciali, smentendo quindi, in seconda battuta, l'annuncio catastrofico del 2 aprile**

Il raggiungimento dei primi accordi commerciali con i partner più compiacenti, come Giappone, Korea, India o UK potrebbe dare speranza sul fatto che si tratti effettivamente di una strategia negoziale ragionevole

La seconda fase di questa politica, oltre a degli accordi commerciali, prevede il promesso taglio fiscale che potrebbe compensare i danni già fatti **ma dovrà esserci evidenza di una copertura finanziaria altrimenti i tassi di interesse esploderanno**. Mentre le stime di risparmi fiscali dal DOGE crollano (da 3Tr a max 500bn), si stimano 4Tr per confermare lo status quo più altri 3Tr per abbassare ulteriormente il carico fiscale. In ogni caso l'extra gettito dalle tariffe commerciali non potrebbe, da solo, finanziare il taglio delle tasse

L'aggressiva politica americana non è coerente con un paese la cui valuta è l'indiscussa (ed imposta) valuta di riserva globale. Il valore del USD è ora messo in dubbio, così come l'eccezionalismo americano dal punto di vista economico, politico e finanziario. Se gli equilibri geopolitici dei 2/3 del PIL mondiale (ex -US) cambiassero, per gli USA sarebbe il suicidio politico ed economico più clamoroso della storia. È ora che i 2/3 del mondo contino almeno lo stesso peso dell'altro terzo



Il resto del mondo è più attrezzato per reagire, oltre che con dei nuovi accordi tra di loro, con stimoli fiscali e monetari. Le tariffe sono inflattive in USA ma deflattive nel resto del mondo che quindi ha più margini di manovra

La Cina pur non avendo sfoderato il «bazooka», nel corso degli ultimi trimestri **ha effettuato numerosi interventi a sostegno di economia, consumo, settore immobiliare, mercato azionario e investimenti in tecnologia.** Dopo anni di sorveglianza passiva la Cina ha deciso di passare al contrattacco e di andare a vedere le carte di Trump. **Il governo è pronto a fare «whatever it takes» per reagire alle politiche vessatorie americane**

Politica monetaria

La FED non ha alcuna intenzione di assecondare le politiche di Trump con un taglio dei tassi che al momento sembra totalmente inopportuno. Le minacce alla sua indipendenza rischiano un esito «alla turca». Un taglio sarà possibile solo se a fronte di un crollo dei dati economici si farà marcia indietro sulla guerra commerciale. **La BCE ha il lusso di potersi fermare, la BNS deve andare sottozero per tentare (ma invano) di sopperire al dogmatismo anacronistico della sua politica fiscale**

Azionario

La politica americana ha messo fine alla finora indiscussa supremazia dei listini americani nel mondo. Questi rappresentano ancora il 70% del MSCI World con una chiara sproporzione rispetto al terzo del suo PIL mondiale. **È tempo per una, almeno parziale, ri-convergenza tra il resto del mondo e gli USA favorita anche dall'indebolimento del dollaro**

Sarebbe un errore, tuttavia, passare da un estremo all'altro. Su alcuni settori il danno è stato più che proporzionale a quelli che sono, per ora, gli effetti economici. **Se non avremo una recessione**, ma solo un rallentamento marcato, **c'è spazio per un recupero assoluto degli USA**, anche del tech e dei ciclici. **In caso di recessione invece temiamo che ai mercati, in generale, manchi ancora un -20%**

Gli utili saranno chiave! Una revisione al ribasso delle stime per l'anno è ormai fisiologica. L'importante è che non sia un crollo e che le big cap tecnologiche non deludano troppo

Continuiamo a diversificare al di fuori degli USA, soprattutto su Europa (incluso Est Europa), Cina, alcuni paesi asiatici, Lat-Am che per motivi geopolitici è alquanto isolata dalle attenzioni di Trump (tranne irrilevanti eccezioni). **La Svizzera soffrirà di una totalmente errata politica fiscale e monetaria.** Proviamo ad essere razionalmente ottimisti ma vista l'imprevedibilità della politica americana tutto è possibile, anche un significativo bear market che però, per ora, non è il nostro scenario base

Obbligazionario

Una crisi di fiducia sugli USA, ed un rimbalzo dell'inflazione auto indotto, **potrebbe disintegrare il 5% sul decennale americano. In assenza di una recessione invece riteniamo ancora solido il floor del 4%.** Consigliamo di evitare carta americana oltre i due anni. In uno scenario non drammatico, **gli spread su credito nel resto del mondo potrebbero rappresentare una opportunità, compresi gli EM, sui segmenti di qualità**

Valute e materie prime

Un momentaneo rimbalzo del USD è possibile ma la strada verso 1.20 appare ormai segnata. Il dollaro è ancora sopravalutato, il CHF necessita di un urgente intervento politico, lo Yen non ha ancora visto il meglio della sua rivalutazione. **Valute EM selettive: se non ora quando?**

Materie prime energetiche ed industriali fortemente a sconto se non vi sarà una recessione globale. Le politiche espansive e gli accordi commerciali fra il resto del mondo ex-US costituiranno un potente catalizzatore anche in caso di stagflazione americana

L'oro va a nozze con uno scenario di stagflazione e in un momento di currency debasement come l'attuale. **L'andamento esponenziale, tuttavia, ci sembra non sostenibile nel breve termine.** Tagliare le punte in attesa di una correzione

