

2018

Anthilia
Capital Partners
SGR

Analisi di scenario
Luglio 2018



Anthilia^{sgl}
Capital Partners



Il verdetto dei mercati sulla trade War è chiaro

- Uno sguardo alle performance dei vari indici azionari da inizio anno lascia pochi dubbi su quali paesi gli investitori ritengano più penalizzati da un escalation delle frizioni commerciali globali.
- Se l'S&P da inizio anno guadagna un 5% circa, l'Eurozone è grossomodo in pari (ma la Francia fa meglio della Germania), Shanghai perde il 15% e il comparto emergenti in aggregato un 7%.

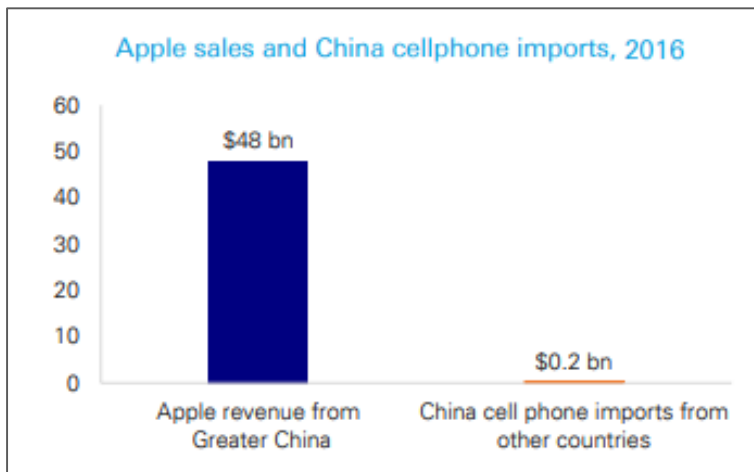




Ma il bilateral trade maschera la realtà dei fatti (1/2)

- Dei circa 310 mln di SmartPhone attivi in Cina nel 2016, uno su 6 (pari a 51 mln circa) è Apple. Ma queste vendite, che fruttano all'azienda di Cupertino 48 bln \$ di revenues, non figurano nel bilateral trade. Al contrario, la Cina esporta 26 bln di Smartphone negli USA. Il fatto è che questi Iphone vengono assemblati in Cina da una partecipata di Apple, con componenti importati appositamente da altri paesi.
- General Motors nel 2017 ha venduto più auto in Cina (4 mln) che negli Stati Uniti (3.7 mln). Ma le importazioni totali di auto cinesi ammontano ad appena 1.7 mln di auto nello stesso anno. GM produce e vende in loco tramite la sua sussidiaria di Shanghai, quindi queste vendite non compaiono nella bilancia commerciale. (Rif DB note "US business interests in China" 25-3-2018)

Fatturato Apple e importazioni Cinesi di cellulari



Fatturato GM per regione, 2008 - 2017

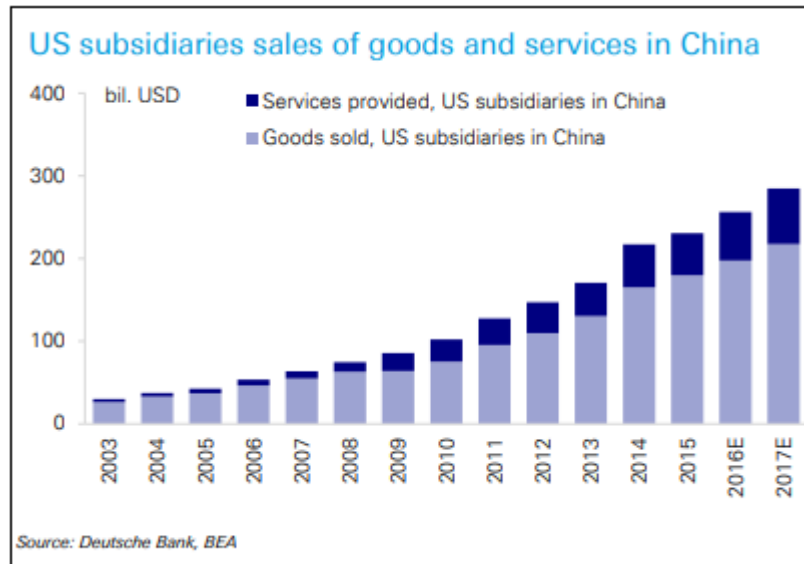




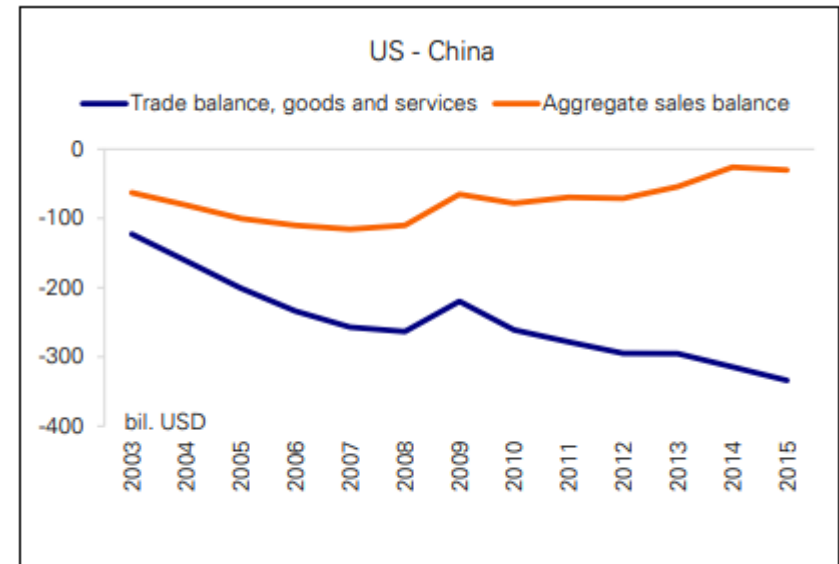
Ma il bilateral trade maschera la realtà dei fatti (2/2)

- I 2 esempi citati, mostrano come il bilateral trade non tenga bene conto degli interessi reciproci tra 2 paesi. Primo, perché non cattura il business fatto in loco tramite partecipate delle aziende multinazionali US. Secondo perché non tiene conto della distribuzione delle *global production chains*: una rilevante parte delle importazioni USA dalla Cina riguarda beni provenienti da altri paesi
- Il primo fenomeno, nell'ultimo decennio, ha raggiunto dimensioni sufficienti a riequilibrare la bilancia commerciale USA-Cina, una volta corretta per l'ammontare di queste vendite di beni e servizi "in loco"

Sussidiarie US in Cina - fatturato



US – Cina – Bilancia commerciale

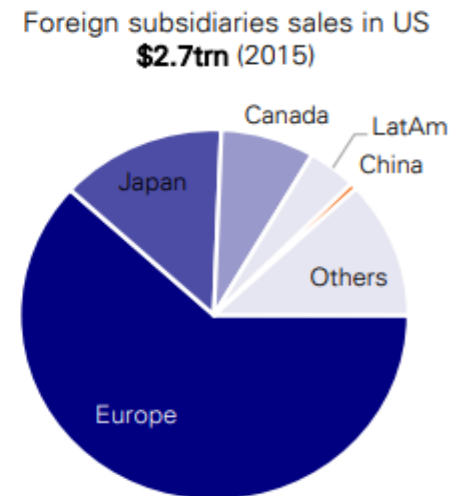
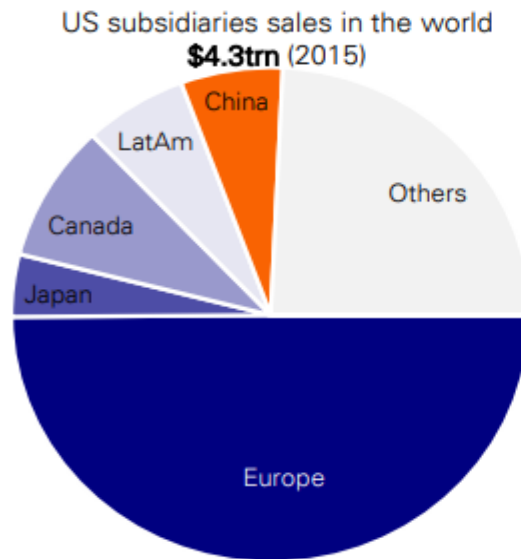




Un quadro sui global interests di Corporate America

- Estendendo l'analisi all'intera economia mondiale troviamo una varietà di interessi incrociati. Le aziende USA detengono rilevanti businesses in Europa, Canada, Cina, Giappone. Parimenti, tra i paesi le cui aziende risultano titolari di rilevanti interessi in US spiccano Eurozone (Germania in particolare) Giappone e Canada. Scarsamente presenti le aziende emergenti e in particolare quelle cinesi
- Tra gli obiettivi dichiarati della strategia sul trade della Casa Bianca, vi è il rimpatrio delle produzioni. Ma anche qui gli USA si espongono a rappresaglie da parte dei partner commerciali, che mettono a rischio, oltre che la profittabilità delle aziende

US business interests





Primi segnali di nervosismo da Ceo e Congresso

- La parte di dazi implementati finora ha solo avuto un impatto modesto sul ciclo, prezzi e margini. Ma Corporate America sta già iniziando ad innervosirsi, e le prime reazioni annunciate prevedono la diminuzione, non l'aumento di posti di lavoro in US.



Harley-Davidson to move some production out of US to avoid EU tariffs



Daimler Issues Profit Warning as Chinese Tariffs Hit U.S.-Built SUVs



BMW to shift some SUV production out of the U.S. in response to China tariffs



Key Republican Orrin Hatch threatens to check Trump's tariff policy

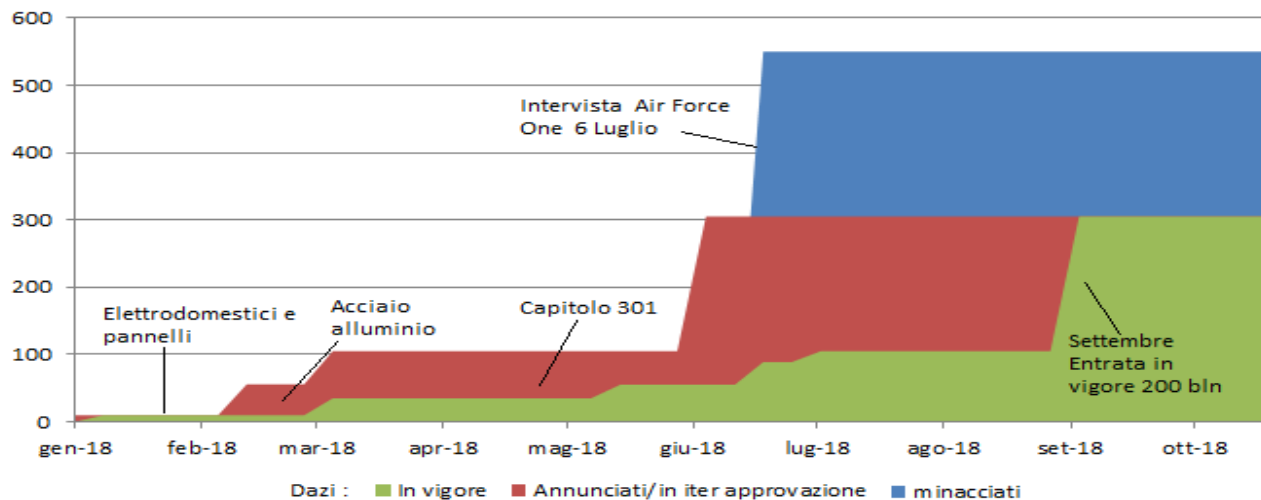
- Anche al Senato US stanno prendendo piede iniziative per riportare l'attività di elevazione dei dazi sotto il controllo del Congresso. Molti Congressman rappresentanti di Stati agricoli, o diversamente colpiti dalle rappresaglie (i.e. la Carolina del Sud con BMW) iniziano a temere un impatto sulla propria base elettorale in vista delle Midterm Elections



Trade War: 6 settimane per intraprendere la via negoziale

- Per il momento i dazi entrati in vigore costituiscono una frazione ridotta di quelli annunciati/minacciati (100 bln su un totale di oltre 500 bln). La situazione potrebbe cambiare a settembre, quando potrebbero entrare in vigore i 200 bln per i quali è iniziato l'iter di approvazione. Le controparti ora dispongono di circa 6 settimane per fare progressi sul piano negoziale ed evitare l'escalation.
- La Cina ha per il momento mantenuto un profilo basso scegliendo di non dettagliare la reazione all'annuncio di queste misure.
- Le autorità continuano a ribadire di non desiderare una trade war, e a compiere passi in direzione di una maggiore apertura della loro economia

Dazi su Importazioni di Trump: "minacciati", "annunciati/in iter" e "in vigore"





Trade War USA-Cina: Conclusioni



- I mercati continuano ad attribuire alla Cina un potere di fuoco assai inferiore a quello degli USA in una potenziale trade war. La loro convinzione si basa su 2 circostanze: i) la ridotta porzione di importazioni Cinesi rispetto alle esportazioni rende impossibile replicare specularmente i dazi e ii) il quadro macro US è più solido in US che in Cina.
- Pur concedendo che l'impatto di una *full scale trade war* sarebbe più pesante per la Cina (e le altre controparti commerciali) che non per gli USA, è nostra opinione che le conseguenze per l'economia americana sarebbero tutt'altro che trascurabili.

- Tra le armi in mano alla Cina per effettuare ritorsioni contro gli USA, oltre ai dazi annoveriamo i) azioni volte a colpire gli interessi USA sul territorio ii) disincentivi all'utilizzo di servizi forniti dagli USA (istruzione, turismo, tecnologia etc) iii) dirottamento di investimenti, forniture, domanda di beni e servizi verso altri partner commerciali iiii) forme di ritorsione oblique quali ostruzionismo in dogana, regolamentazioni etc iiiii) armi nucleari quali svalutazione della divisa e liquidazione posizione treasuries della PBOC. Circolano varie stime dell'impatto sul GDP USA di una full scale trade war, ma è difficile farsi un'idea senza sapere in che misura queste tattiche saranno adottate
- Rispetto al suo omologo Xi, Trump vive in una democrazia elettorale, e quindi deve preoccuparsi dell'impatto di breve delle ritorsioni sugli umori del suo elettorato. Trump è imprevedibile, ma elevare 200 bln di dazi, scatenando la rappresaglia cinese, a 2 mesi dalle Midterm Election sembra una mossa assai controproducente. Presentare ai suoi elettori un accordo commerciale sembra una tattica più sensata. **Perciò continuiamo a ritenere che una soluzione negoziale sia più probabile di un'escalation**

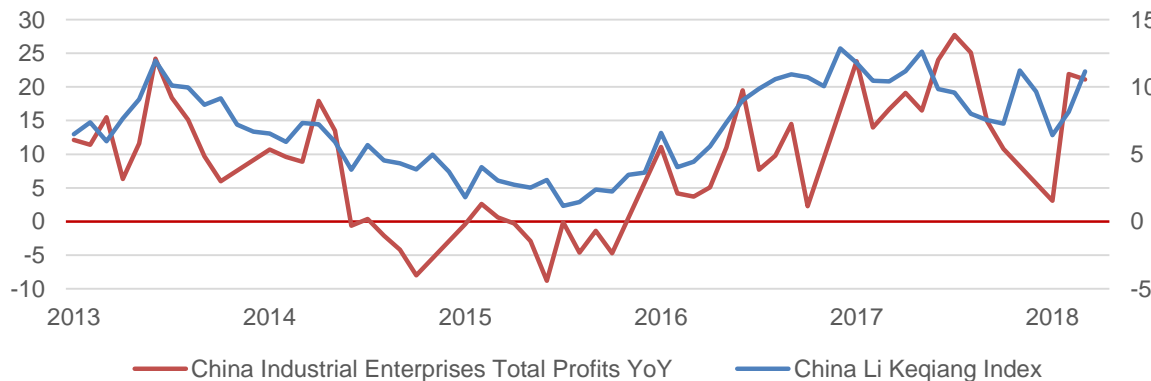


Le frizioni commerciali hanno depresso l'azionario cinese

Shanghai Composite Index PE



Industrial Profits



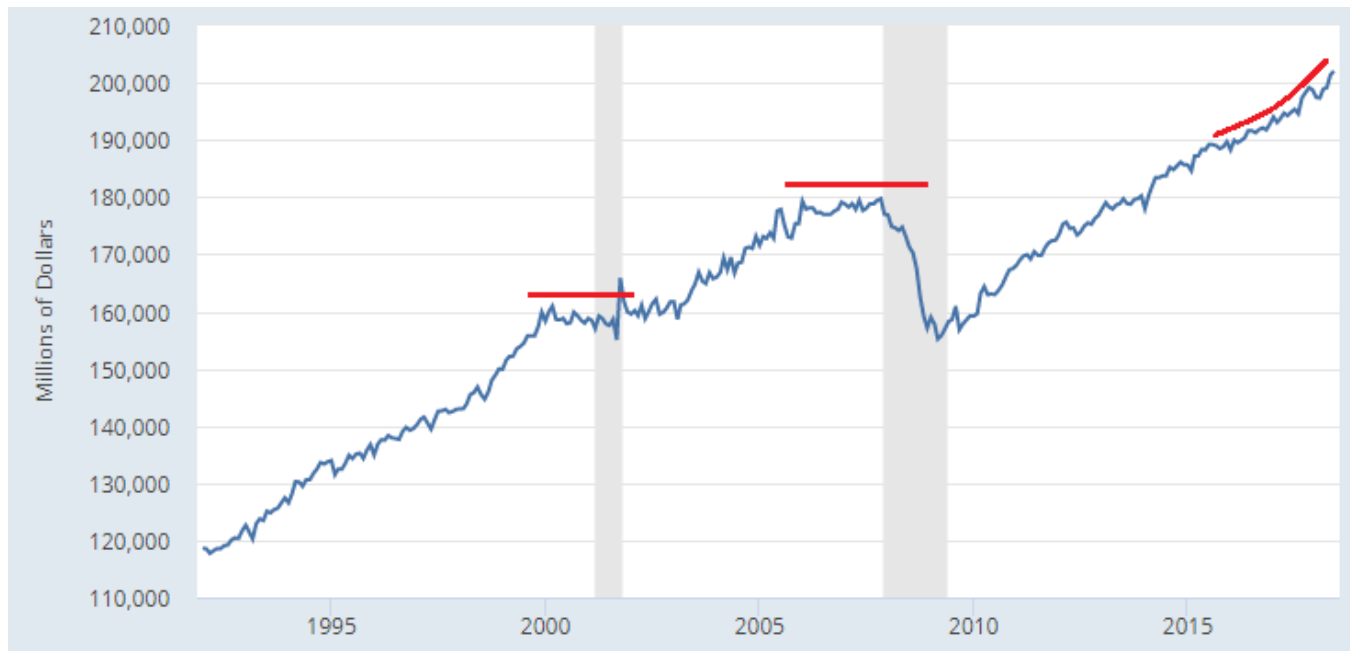
- L'azionario cinese è stato pesantemente colpito, negli ultimi 2 mesi, dall'aumento delle tensioni commerciali con gli USA. Lo Shanghai Composite perde 15% da inizio anno e un 20% dai massimi di gennaio
- La correzione delle "A" shares, in presenza di stabilità dei profitti aziendali, ha spinto i multipli su livelli osservati l'ultima volta tra il 2015 e il 2016, quando l'attività economica era assai più debole, e i profitti aziendali in calo anno su anno.
- La pressione derivante dalle frizioni commerciali ha indotto le Autorità a aumentare significativamente lo stimolo monetario erogato (2 tagli della riserva obbligatoria bancaria e l'induzione di un calo dei tassi monetari)



Macro USA: Priced for perfection

- Difficile trovare ombre nel quadro macro americano al momento. L'ISM manufacturing è sopra 60, l'ISM non manufacturing è sopra 59, la Consumer confidence è ai massimi da 17 anni, la disoccupazione ha segnato i minimi dagli anni 70, il trend dei consumi è forte, e l'inflazione al momento non da segnali di surriscaldamento. Le stime di crescita del secondo trimestre del 2018 si aggirano attorno al 4% annualizzato

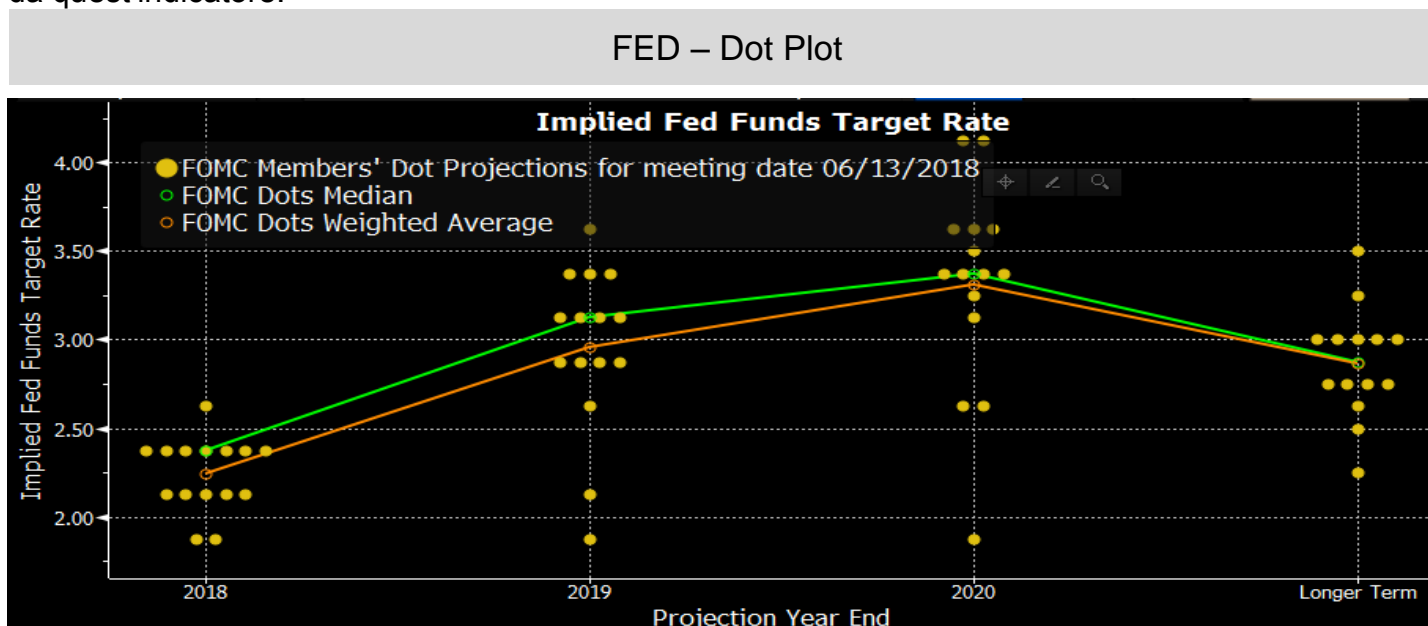
Advance Real Retail e Food Services Sales





L'appiattimento della curva USA? Colpa della FED

- Negli ultimi mesi il progressivo appiattimento della curva treasury, con lo spread tra le scadenze 2 e 10 anni sceso sotto i 30 basis points, sta alimentando un grosso dibattito. Il motivo di tanta attenzione è che tutte le recessioni, dal dopoguerra ad oggi, sono state precedute di qualche trimestre da un'inversione di questo spread. La conclusione che alcuni traggono è che il ciclo Usa potrebbe essere agli sgoccioli.
- In realtà, tra i principali motivi di questo movimento, vi è che le projection FED imprimono alla curva pressioni in quella direzione. Infatti, la media delle previsioni dei membri proietta i Fed Funds al 3.4% alla fine del 2020, ma il tasso naturale a medio termine viene indicato a 2.90%. Queste projections vanno a interferire sul segnale macro offerto da quest'indicatore.

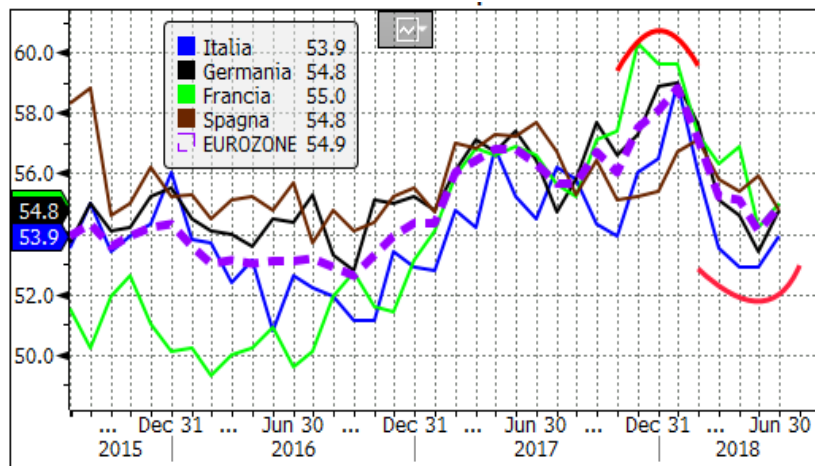




Macro Eurozone: all'improvviso, la stabilizzazione

- Negli ultimi 2 mesi abbiamo assistito ad una stabilizzazione delle survey e dei dati macro in Eurozone. Il miglioramento, trainato dal settore servizi, risulta sufficientemente sincronizzato nei vari paesi.
- Le survey collocano l'attività economica ad un livello di circa 1.5% annualizzato, ancora sopra il potenziale. I dati sugli aggregati monetari ECB di maggio indicano una crescita del credito al settore privato al 3.3%, ai massimi dal 2011
- Il recupero ha colto di sorpresa un consenso che era diventato assai pessimista nell'ultimo periodo

PMI Composite - Eurozona



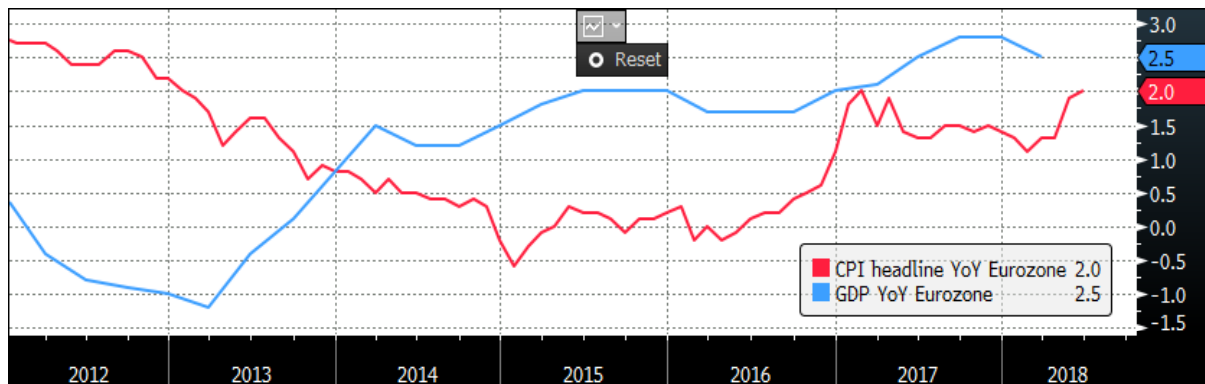
Citi Surprise Index - Eurozona





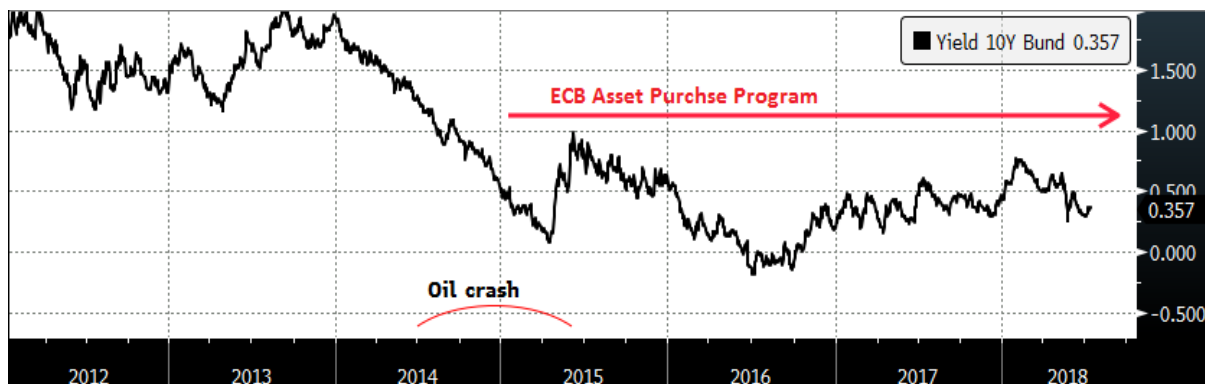
Macro Eurozone: Ciclo e prezzi chiedono tassi più alti

PIL e Inflazione - Eurozona



- Vari fattori (QE, forward guidance, trade tensions, situazione politica italiana, rallentamento macro) hanno contribuito a comprimere i rendimenti Core Eurozone sui minimi da 12 mesi
- A 0.35%, però il bund 10 anni si trova ad una distanza considerevole da quanto suggerito dal mix crescita - inflazione.

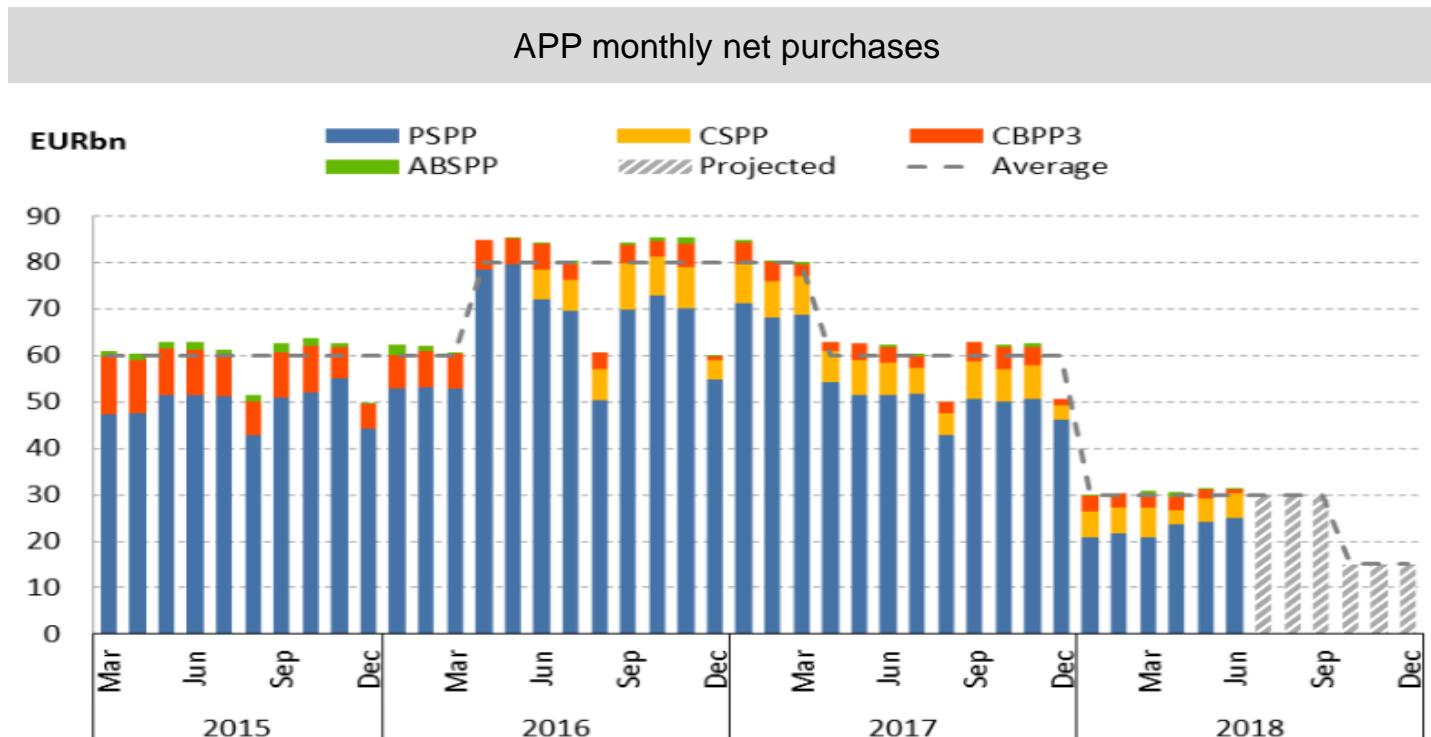
Rendimento Bund 10y





L'APP, un supporto che va a esaurirsi

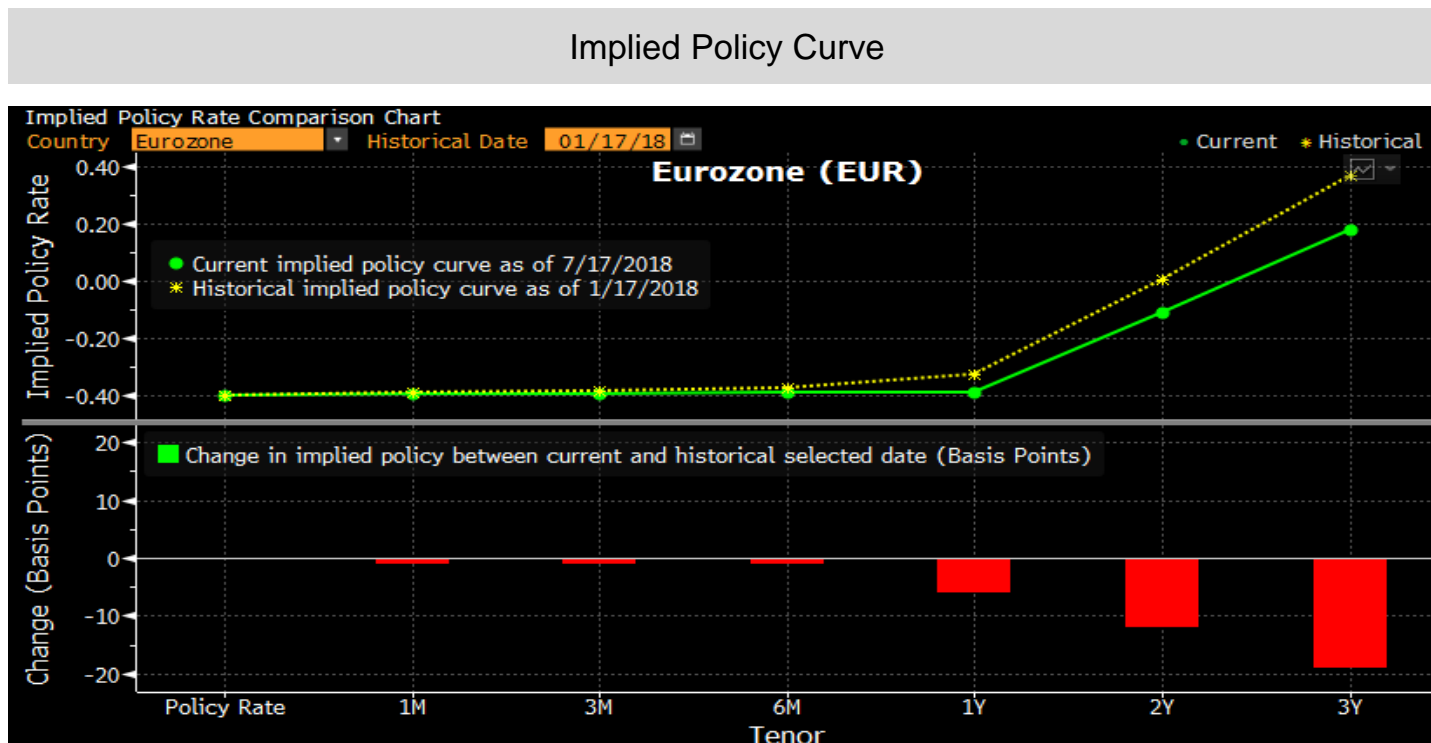
- In assenza di un marcato deterioramento macro, l'Asset Purchase Program ECB andrà ad esaurirsi entro il 2018, mentre negli ultimi 3 mesi dell'anno gli acquisti netti si ridurranno al livello residuale di 15 bln.
- Il reinvestimento dei proventi del portafoglio eviterà al mercato di farsi carico delle scadenze dei titoli in mano all'ECB, ma il sostegno degli acquisti, particolarmente rilevante per la carta tedesca per via della Capital Key, verrà meno





Curva monetaria Euro: 12 mesi di stasi

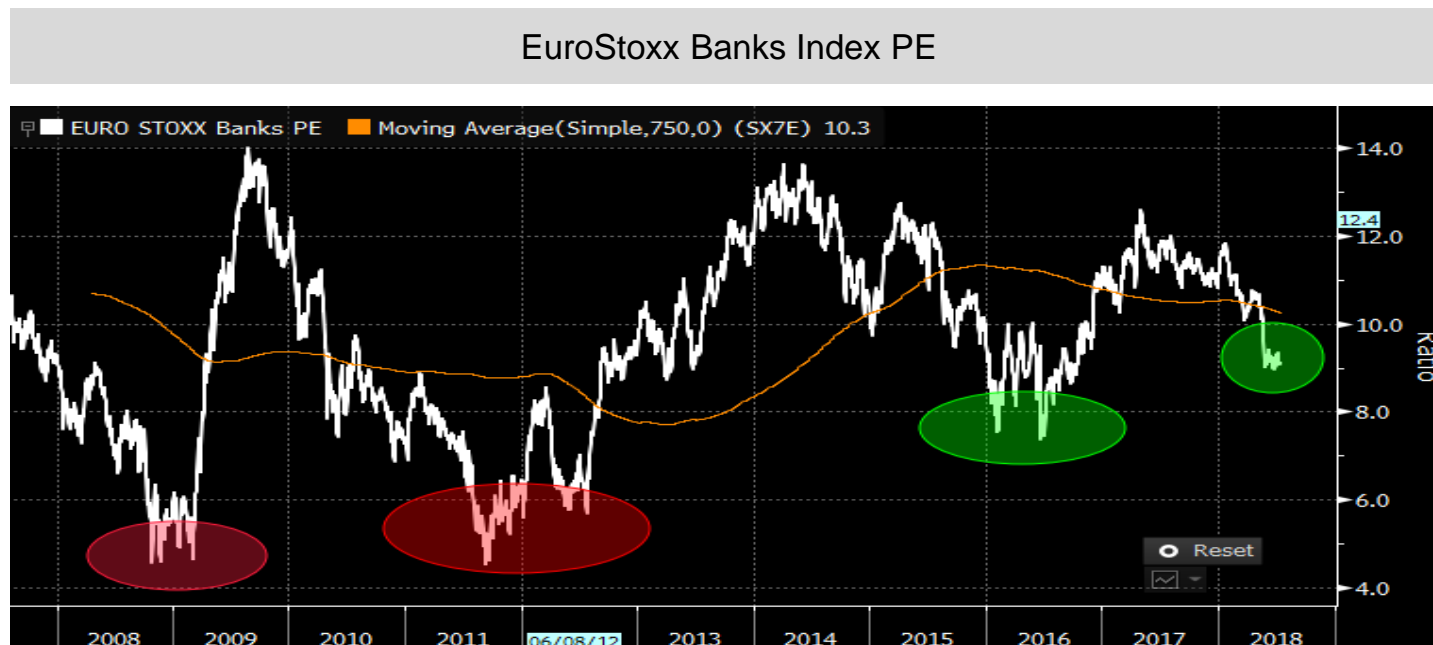
- Il rafforzamento della Forward Guidance operato da Draghi all'ultimo meeting ha rinviato al 2020 il pricing del primo rialzo dei tassi ECB. Al momento la curva monetaria € prezza tassi stabili per i prossimi 12 mesi
- Lo scenario prezzato è assai vulnerabile a ulteriori miglioramenti del quadro macro, mentre un repricing in direzione ancora più conservativa richiederebbe un deterioramento davvero marcato dello scenario macroeconomico e inflattivo





Banche Eurozone: la luce in fondo al tunnel?

- Il settore bancario Eurozone, tra i favoriti nelle asset allocation di inizio anno, ha corretto significativamente negli ultimi mesi (Eurostoxx Banks -15% YTD vs indice generale). Tra i fattori che ne hanno minato la performance citiamo il rallentamento ciclico Eurozone, la contestuale discesa dei rendimenti e il citato rafforzamento della forward guidance ECB. Sugli istituti italiani hanno impattato anche le tensioni politiche italiane e il loro impatto sullo spread.
- La stabilizzazione dell'economia Eurozone, se confermata, con l'eventuale impatto sui tassi, e un trend inflattivo più solido potrebbero contribuire a creare un ambiente più favorevole per il settore nei prossimi mesi. A 9 volte gli utili, il downside sembra limitato, a meno di una seria escalation della Trade War.





In sintesi

- Manteniamo a **overweight l'azionario US**. Il quadro macro solido e gli effetti della riforma fiscale sosterranno i profitti aziendali nei prossimi mesi. Le valutazioni restano su livelli accettabili. Manteniamo a **neutral l'azionario europeo** ritenendo che l'incertezza sul fronte trade renda prematuro riportare il comparto a overweight. Ma suggeriamo un **aumento dell'esposizione al settore bancario europeo**. Manteniamo a **neutral anche l'azionario emergenti**, in quanto riteniamo che l'apprezzamento del dollaro nel breve possa inasprire le condizioni finanziarie in alcune aree. **Manteniamo overweight l'azionario cinese**, nella convinzione che possa ottenere supporto da un'attenuazione delle frizioni commerciali nel corso dell'estate e dall'espansività della politica monetaria e fiscale.
- **Restiamo negativi sull'obbligazionario governativo core Eurozone**. Il mercato dei tassi europeo prezza troppo poco in termini di crescita e la riduzione degli acquisti ECB potrebbe produrre un calo dello "scarcity premium" sui bonds tedeschi. Manteniamo a **neutral i bond periferici**, nella convinzione che il repricing occorso in seguito alle vicende politiche italiane e spagnole abbia riportato gli spreads su livelli adeguati al quadro macro di riferimento. In particolare, vediamo valore sulla parte breve della curva italiana, mentre riteniamo che le scadenze medio lunghe, pur offrendo rendimenti attraenti, potrebbero conservare una certa volatilità nei mesi a venire. Portiamo a **underweight l'obbligazionario US**, nella convinzione che i livelli attuali offrano scarsa protezione nell'eventualità di un'attenuazione delle tensioni commerciali USA-Cina. Manteniamo a **neutral l'obbligazionario emergenti**.
- Manteniamo in **sottopeso il debito corporate US ed EU**, sia Investment grade che High Yield, nella convinzione che gli spreads non compensino per il rischio. Manteniamo in sovrappeso i subordinati finanziari europei, in quanto riteniamo che la recente correzione abbia creato sacche di valore, limitatamente agli emittenti di migliore standing
- Riguardo i cambi, manteniamo **overweight il \$**, nella convinzione che il quadro macro USA più solido, i flussi di rimpatrio degli utili e l'effetto sulla liquidità in Dollari della balance sheet reduction Fed possano supportarne il corso nei prossimi mesi. Restiamo **sovrappesati su Yen**, ritenendo, nel corso del 2018, inevitabile una modifica della stance monetaria da parte della Bank of Japan. Inoltre lo vediamo come un hedge efficiente nel caso di fiammate di risk aversion. Manteniamo a **neutral la Sterlina** nella convinzione che i livelli attuali prezzino una sufficiente probabilità di una "no deal brexit".
- Riguardo le Commodities, manteniamo **neutral le energetiche**, con l'idea che gli attuali livelli riflettano appieno il bilancio domanda/offerta di petrolio. Manteniamo a **overweight le commodities industriali**, nella convinzione che la domanda da Cina e USA possa sostenerne i corsi nei prossimi mesi. Manteniamo a **overweight i metalli preziosi**, ritenendo che su questi livelli l'oro costituisca a sua volta un hedge efficiente contro esplosioni di volatilità, e contro un'accelerazione sopra attese dell'inflazione.



Giudizi sintetici

| Azionario | | Obbligazionario governativo | |
|----------------------------------|---|-----------------------------|---|
| US | ▲ | ▼ Downgrade | |
| Area euro | ■ | ▼ | |
| UK | ▼ | ■ | |
| Giappone | ▲ | ▼ | |
| Cina | ▲ | ▼ | |
| Emergenti | ■ | ■ | |
| Obbligazionario corporate | | Valute | |
| US investment grade | ▼ | EUR/USD | ▼ |
| US high yield | ▼ | EUR/GBP | ■ |
| Area euro investment grade | ▼ | EUR/CHF | ▼ |
| Area euro high yield | ▼ | USD/JPY | ▼ |
| Area euro finanziari subordinati | ▲ | | |
| Materie prime | | | |
| Energetiche | ■ | | |
| Industriali | ▲ | | |
| Agricole | ■ | | |
| Metalli preziosi | ▲ | | |

▲ = Overweight ■ = Neutral ▼ = Underweight

Questo documento è prodotto a scopo esclusivamente informativo, non costituisce sollecitazione e non rappresenta un'offerta formale all'acquisto o alla sottoscrizione di strumenti finanziari.

Qualsiasi ricerca o analisi utilizzata nella redazione di questo documento è basata su fonti ritenute affidabili ma non vi è garanzia sull'accuratezza e completezza di tali fonti.

Ogni opinione, stima o previsione può essere modificata in qualsiasi momento senza preavviso.

Questo documento non è destinato alla distribuzione a investitori privati e non è diretto a persone fisiche o giuridiche che siano cittadini o residenti o aventi sede in luoghi, regioni, paesi o altre giurisdizioni dove tale distribuzione, pubblicazione, disponibilità o uso siano contrari a leggi o regolamentazioni.

I rendimenti passati non sono indicativi di quelli futuri.

Questo documento è prodotto da Anthilia Capital Partners SGR Spa per uso interno e non può essere riprodotto o distribuito, sia parzialmente che integralmente, senza autorizzazione da parte di Anthilia Capital Partners SGR Spa.