

2019

Anthilia
Capital Partners
SGR

Analisi di scenario
Maggio 2019



Anthilia^{sgl}
Capital Partners



Trade War: non è una «piccola litigata»



WASHINGTON (Reuters) - U.S. President Donald Trump on Tuesday called the trade war with China “a little squabble” and insisted talks between the world’s two largest economies had not collapsed, as investors remained on guard for a further escalation of tit-for-tat tariffs.

- Il 5 maggio improvvisamente i nodi nelle trattative USA – Cina sono venuti al pettine e la Casa bianca ha deciso, da un giorno all’altro, di dar corso all’aumento dei dazi in precedenza rinviato 2 volte (a dicembre e a marzo scorsi) e di avviare la procedura per elevarne sul resto delle importazioni USA.
- La mossa ha avviato una serie di rappresaglie, Pechino ha a sua volta elevato dazi e iniziato a sospendere ordini di beni. Gli USA hanno ripreso in mano il dossier Huawei e vietato alle aziende US di avere rapporti di affari con il colosso asiatico
- Impossibile che le trattative continuassero a fronte di queste azioni. Anche la Casa Bianca ha dovuto ammettere che al momento i colloqui sono in stallo e il raggiungimento di un accordo è lontano.



PEOPLE'S DAILY - if the US doesn't make any new moves that truly show sincerity, then it is meaningless for its officials to come to China and have trade talks"
"In addition, if anyone thinks the Chinese side is just bluffing, that will be the most significant misjudgement since Korean War"



Una ricomposizione dello scontro al G-20 di fine giugno è improbabile



- Il consenso degli investitori sembra attribuire una certa probabilità ad una composizione dello scontro al G-20 del 28-29 Giugno in Giappone. La Casa Bianca avrebbe collocato il termine per la procedura di imposizione di nuovi dazi a metà luglio per esercitare pressioni su un eventuale summit tra Trump e Xi.
- Vari fattori portano a considerare questo scenario ottimistico:
 - La componente dello scontro legata alla competizione su tecnologia e/o intelligence sta prendendo progressivamente il sopravvento su quella prettamente commerciale. Ciò complica di parecchio la composizione dei contrasti
 - L'approccio cinese alla crisi sembra indicare che le autorità si stanno preparando ad un lungo scontro (nessun tentativo di minimizzare, predisposizione di misure a supporto del ciclo, incitazione al patriottismo e celebrazione della «guerra del Popolo» sui media)
 - Anche la tendenza della Casa Bianca a concludere (USMCA) o a rinviare (Eu & Japan Auto) le questioni commerciali con altri paesi, e l'offerta dei proventi dei dazi come misure di compensazione ai settori più colpiti lasciano intendere la volontà di concentrarsi sul fronte cinese
 - Negli USA si è assistito negli ultimi mesi alla formazione di un consenso propenso alla linea dura. Anche Corporate America sembra recentemente favorevole alla fermezza nei confronti dell'approccio cinese alle proprietà intellettuali.



Dal possibile accordo alla gestione dell'impatto dei dazi

4. Sensitivity to Chinese GDP Growth under different tariffs scenarios (pp)

"we are here"



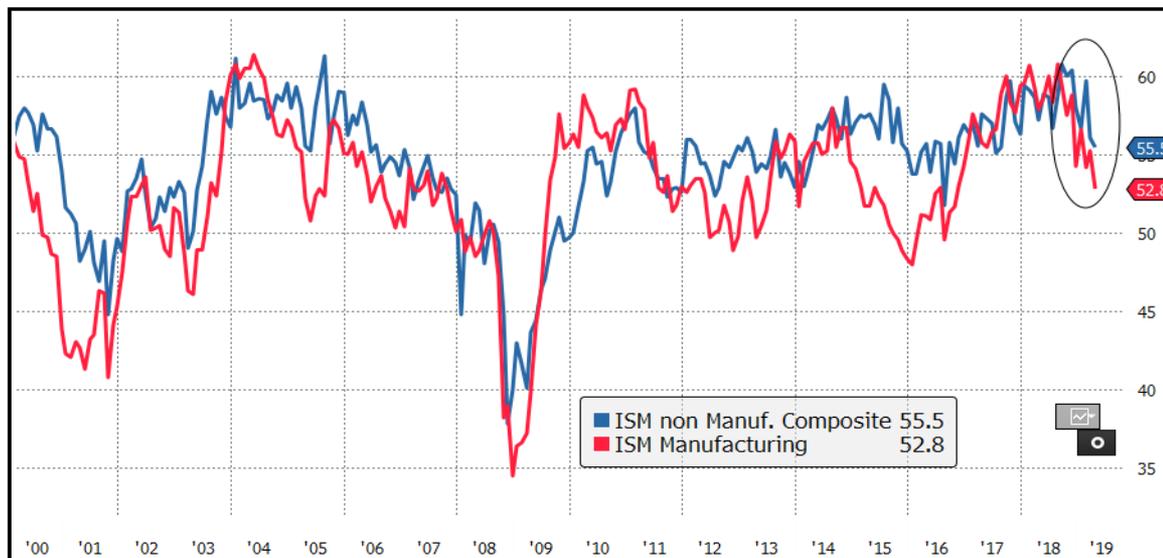
Chinese goods	Tariff	China	US	Eurozone	Global
\$50bn	25%	-0.21	-0.03	-0.07	-0.08
\$200bn	10%	-0.33	-0.04	-0.11	-0.12
\$200bn	25%	-0.83	-0.10	-0.27	-0.31
\$325bn	10%	-0.54	-0.07	-0.17	-0.20
\$325bn	25%	-1.35	-0.17	-0.43	-0.51

- Nelle ultime settimane gli investitori avevano accarezzato la possibilità della firma di un accordo commerciale tra USA e Cina, con eventuale rimozione di parte dei dazi imposti.
- Invece, di punto in bianco, si trovano a dover fattorizzare nelle loro stime macroeconomiche ulteriori balzelli, e una probabilità di ulteriore escalation, visto che, in assenza di un accomodamento o di un nuovo rinvio, l'imposizione di dazi sul resto delle importazioni di beni cinesi in America avverrà attorno a metà luglio.

- Il cambio di scenario è assai significativo, in quanto le misure e contromisure adottate cominceranno ad impattare entro breve su global trade e ciclo economico globale.
- Secondo alcune stime (Citigroup nella figura) l'impatto della recente azione del USTR potrebbe sottrarre 0,8% dal GDP cinese, e conseguentemente 0,1% a quello USA e 0,3% a quello globale, nell'anno successivo.
- Vi è anche un effetto sui prezzi, principalmente in US ma anche altrove. Peraltro, le precedenti esperienze mostrano che questo non è univoco. Il rallentamento ciclico che segue il riaccendersi dello scontro tende ad avere effetti disinflazionistici, al di fuori delle aree direttamente colpite dai dazi
- La stima degli effetti delle misure varate e di quelle potenziali è resa complessa da circostanze difficili da valutare, quali :
 - L'estensione dello scontro sul campo della tecnologia, con i divieti di fare business con le aziende che pongono rischio per la sicurezza USA
 - le rappresaglie «indirette» messe in campo dalla Cina (attacchi agli interessi US sul territorio, sospensione di acquisti di beni americani, svalutazione della divisa)
 - il quadro macro globale di partenza su cui questi effetti negativi si vanno a dispiegare.



Ciclo US: è forte come sembra?

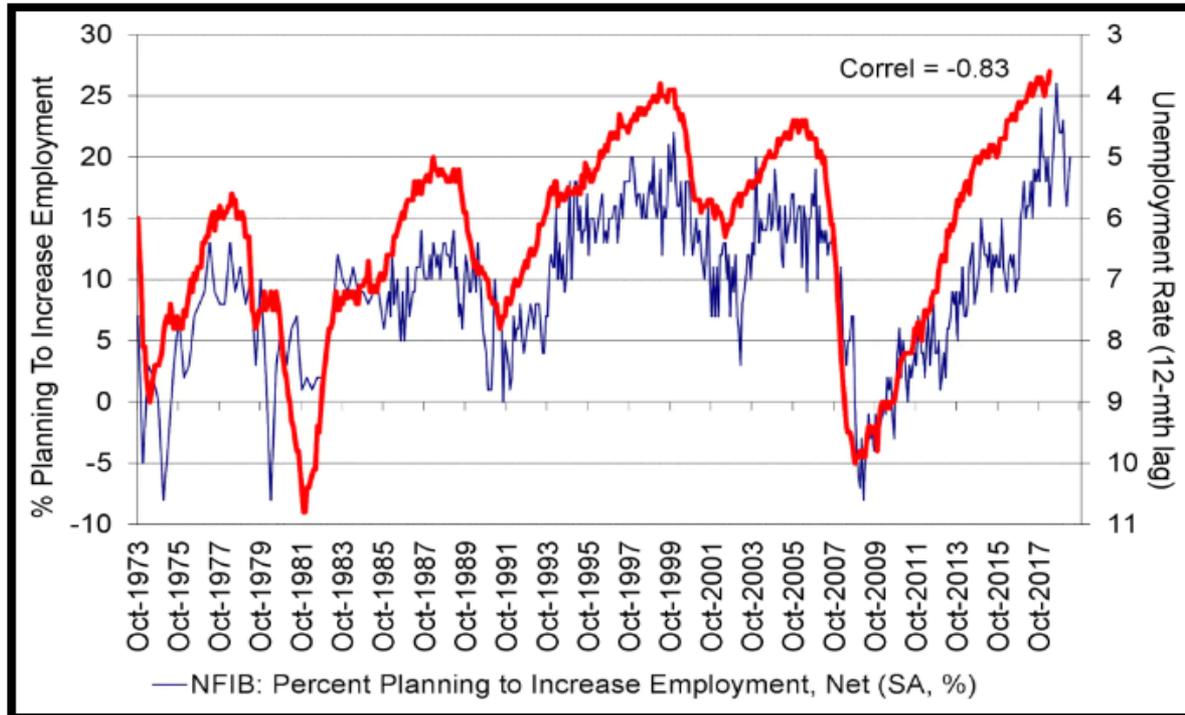


- La prima stima del GDP US del primo trimestre, uscita quasi un punto sopra consenso (3,2% a/a vs 2,3% atteso) sembra indicare che l'economia US ha iniziato l'anno con un ritmo di crescita elevato
- In realtà, la sorpresa positiva è interamente dovuta ad accumulo di scorte (+0,7%) e contributo del canale estero (+1%), mentre i consumi non hanno brillato (*domestic final sales* +1,4%)

- Diversamente, gli ISM, che dispongono di maggiore capacità previsiva, danno indicazioni meno confortanti. L'ISM manufacturing di aprile ha deluso significativamente, calando a 52,8, minimo da ottobre 2016. La debolezza è confermata dal sottoindice New Orders, sceso di quasi 6 punti a 51,7
- L'ISM non manufacturing ha deluso a sua volta, marcando il minimo da luglio 2017, anche se, a 55,5 continua a indicare un buon livello di attività per il settore servizi.
- Il quadro generale è quindi quello di un economia USA che continua a crescere su livelli apprezzabili e presenta ancora dei punti di forza, principalmente nella resilience del mercato del lavoro, dei redditi e dei consumi. Ma il momentum sembra mostrare segnali di decadimento
- Il quadro appare anche dai modelli di monitoraggio del GDP della Fed di Atlanta (GDPNow) e di New York (Nowcasting) che proiettano rispettivamente 1,2% e 1,79% per il secondo trimestre 2019.



Il mercato del lavoro resta solido, ma con dei caveat

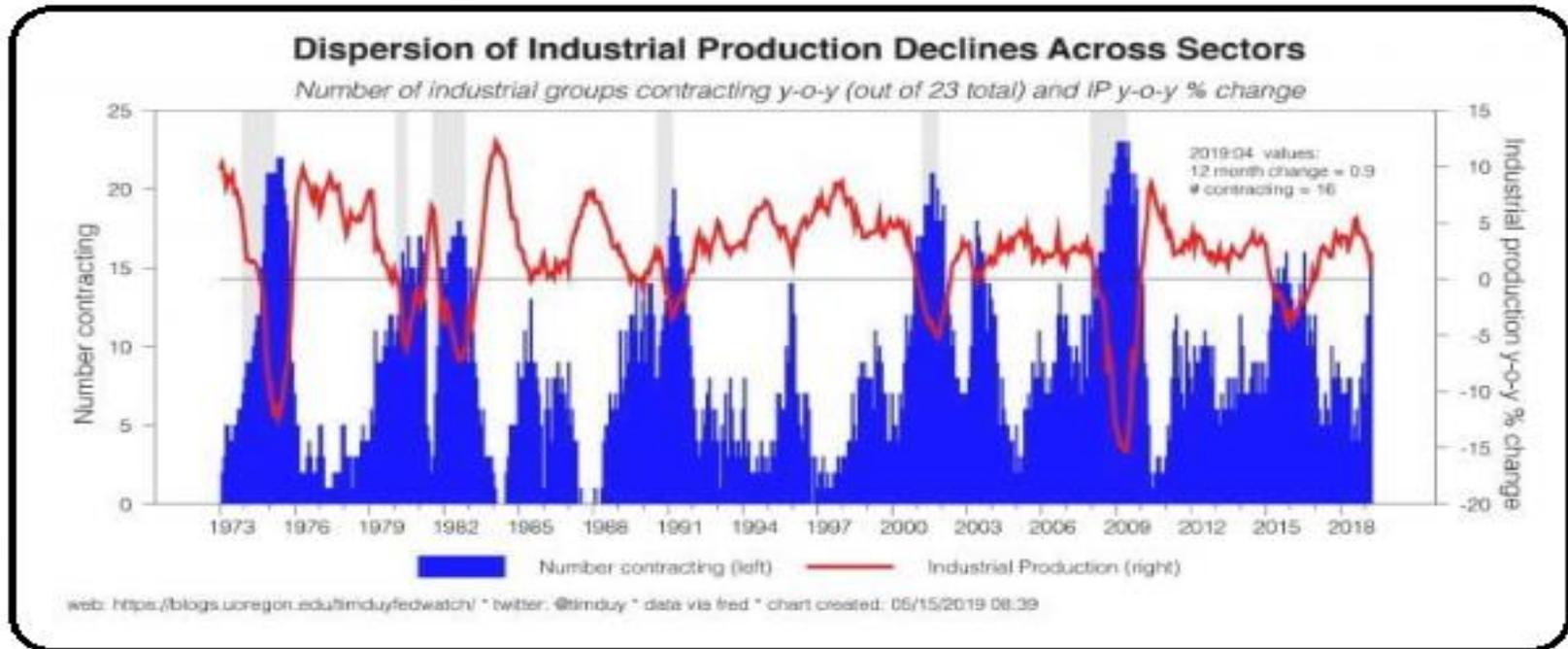


- I «payrolls» di aprile hanno fatto totalmente rientrare i timori di un rilassamento del mercato del lavoro USA, dipingendo una situazione assai florida.
- I numeri del report però tendono a sovrastimare la forza del mercato del lavoro: i 270,000 nuovi occupati sembrano un recupero della debolezza di febbraio, mentre il tasso di disoccupazione, ai minimi dal '69, è il frutto di una massiccia uscita di individui dalla forza lavoro
- In realtà il quadro occupazionale USA è abbastanza stabile, in linea con lo stato del ciclo

- Alcuni indicatori aventi una buona correlazione con il tasso di disoccupazione stanno iniziando a dare segnali ambigui. Sia il sottoindice dello «small business optimism» che misura i piani di assunzione che quello che giudica se è un buon momento per espandersi hanno dato segnali di voler ripiegare. E il riesplodere della trade war non darà alcun supporto a queste serie
- Il sottoindice «employment» dell' ISM non manufacturing è calato ad aprile a 53,7, minimo da maggio 2018, mentre quello del settore manifatturiero è sceso a 52.4 quasi ai minimi da fine 2016



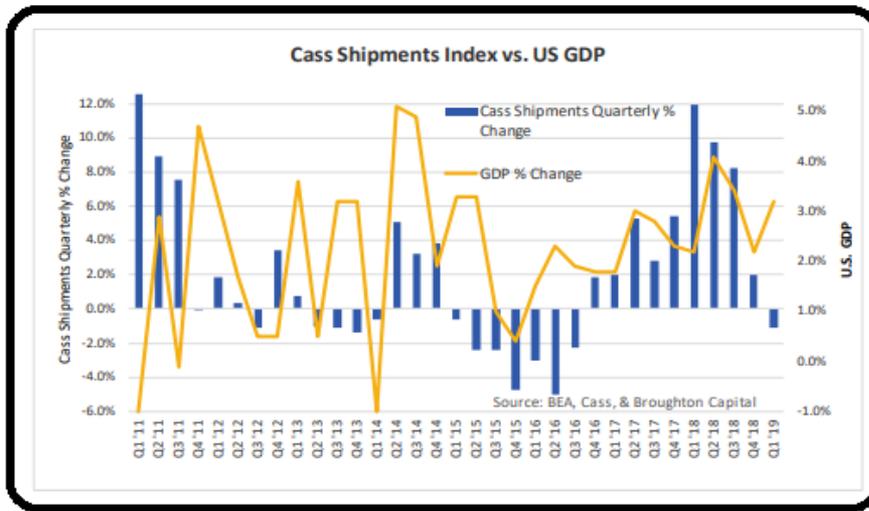
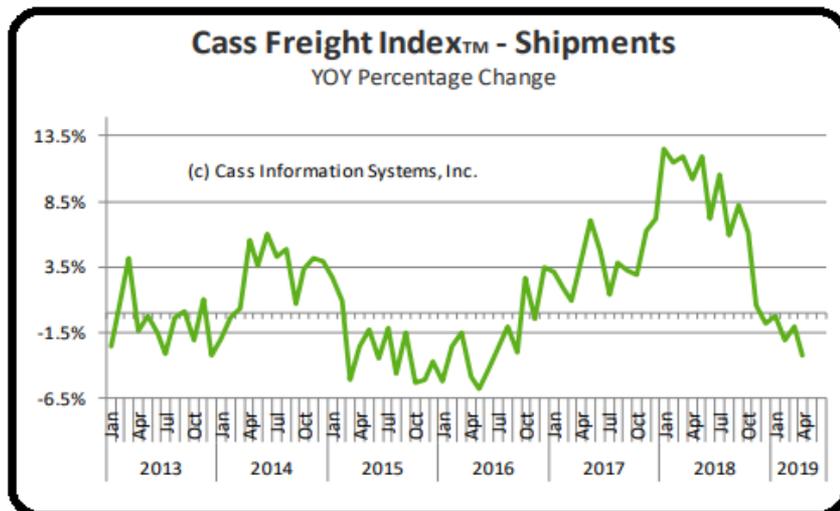
I dati di contabilità nazionale indicano perdita di momentum



- La produzione industriale US ha dato segnali di stallo negli ultimi mesi. Ad Aprile è scesa dello 0,5% e sale di appena lo 0,9% anno su anno. Il picco è stato dicembre.
- Il numero di settori che ha mostrato espansione è calato al 30% (7 su 23). Si tratta di una lettura coerente con un mercato rallentamento (tipo 2016) anche se non ancora con una recessione.
- In parte il fenomeno può essere dipeso dalla necessità di ridurre le scorte. Detto questo, i dati precedono l'impatto dei dazi.



Dalla circolazione delle merci un altro segnale di cautela



- Il Cass Freight index, una misura della circolazione delle merci nel Nordamerica, era stato tra i primi indicatori a segnalare, col suo passaggio in positivo, la ripresa iniziata a fine 2016. Ad aprile scorso ha segnato il quinto mese di contrazione, a -3,2% anno su anno.
- E' da notare che questa contrazione avviene anche in virtù di letture assai elevate un anno fa (rispetto a 2 anni fa l'indice è ancora su del 6,6%), e che in passato quest'indice è andato in negativo senza che ciò abbia causato contrazioni del GDP
- Ciò detto, Cass Information Systems nota che la debolezza dei prezzi in diversi servizi di trasporto è coerente con la negatività dell'indice, che «proietta un crescente rischio di rallentamento per l'outlook macro».
- Una volta di più, le rilevazioni sono antecedenti al riesplodere delle frizioni commerciali, che rendono improbabile un recupero nei prossimi mesi



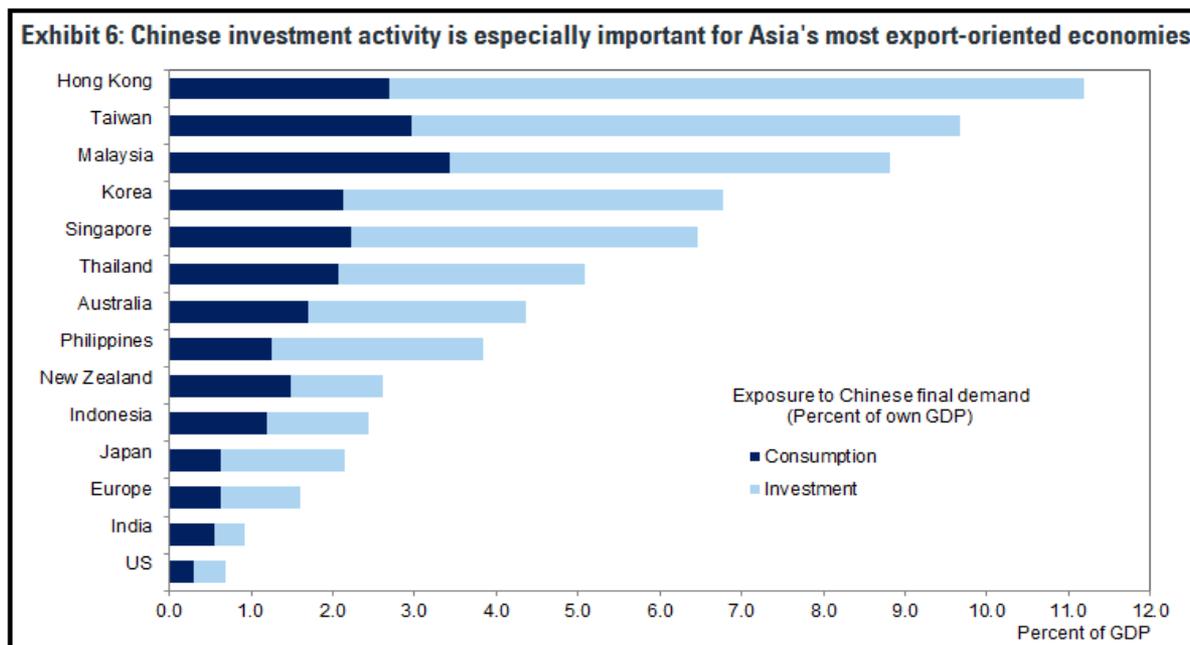
Cina: dubbi sull'entità della ripresa



- I dati del primo trimestre 2019 avevano avvalorato la tesi di un rimbalzo congiunturale cinese, favorito dalle robuste iniezioni di stimolo monetario e fiscale operate dalle Autorità nella seconda metà del 2018 e nei primi mesi dell'anno
 - I dati di Aprile gettano un'ombra sull'entità di questa ripresa. I PMI hanno ripiegato, le esportazioni hanno deluso, e le retail sales, la produzione industriale e gli investimenti hanno tutti marcatamente rallentato, terminando significativamente sotto attese.
 - Le festività di Febbraio rendono i dati di difficile interpretazione, ma resta la sensazione che lo stimolo erogato abbia avuto effetti inferiori alle precedenti occasioni
-
- A questo scenario incerto si aggiunge ora l'impatto del ritorno delle tensioni commerciali con gli USA
 - La possibilità di imposizione di dazi sulla parte restante delle importazioni cinesi produrrà altri effetti distorsivi sull'attività, rendendo i dati di difficile lettura nei prossimi mesi
 - Ovviamente, le autorità continueranno a stimolare l'economia per bilanciare l'effetto frenante della trade war. Peraltro gli ultimi dati sollevano qualche perplessità sulla residua sensibilità dell'economia cinese alla politica monetaria.



Trade war: una doccia fredda per il manifatturiero asiatico e globale?

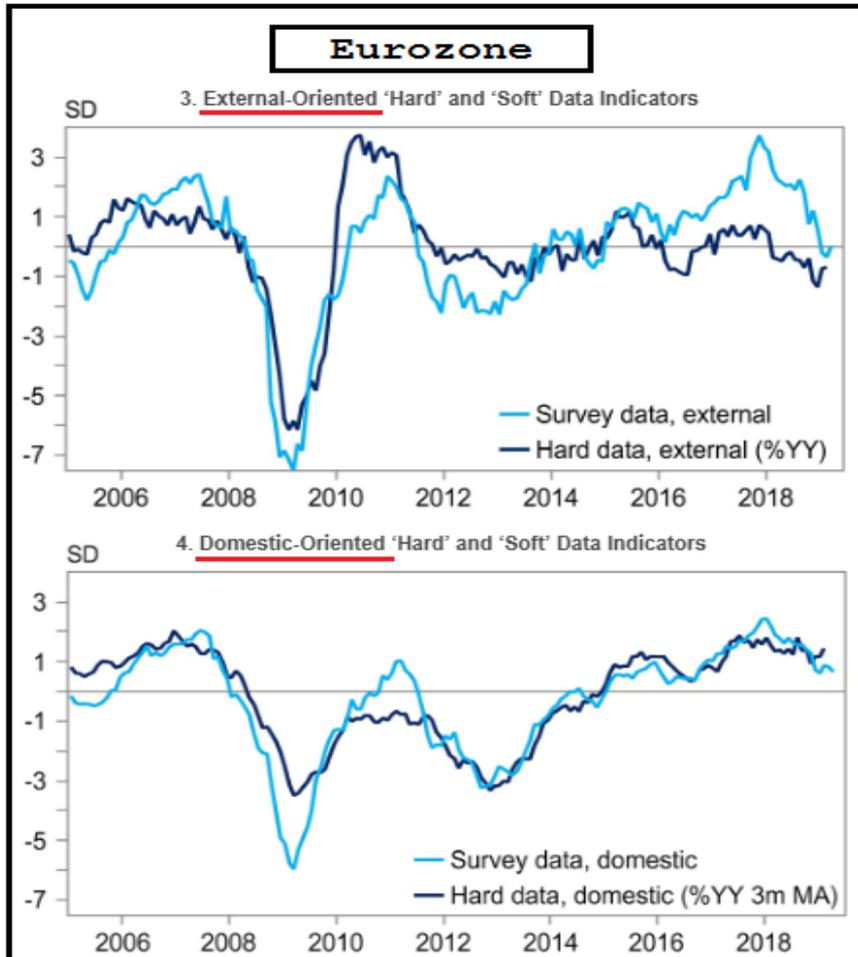


- Il riaccendersi delle tensioni USA – Cina giunge in un momento delicato.
- Le oscillazioni dell'economia cinese hanno avuto impatti significativi sulle economie limitrofe e sul settore manifatturiero globale
- Le ricadute del rallentamento cinese e del primo round di trade war avevano avuto un impatto notevole nel 2018

- Gli effetti del rimbalzo congiunturale cinese hanno appena cominciato ad avvertirsi sul settore manifatturiero globale, ed è possibile che gli effetti si protraggano per il secondo trimestre
- Ma la prospettiva di uno scontro prolungato sembra mettere una seria ipoteca sulla timida ripresa osservata nell'area asiatica e nel manifatturiero Eurozone.
- L'IMF stima uno 0,12% in meno per il GDP Eurozone in seguito ad un 1% di calo per quello cinese. La media per l'area asiatica è 0,3% mentre per gli USA è 0,07%. Ma a questo bisogna aggiungere l'impatto della trade war sul global trade.



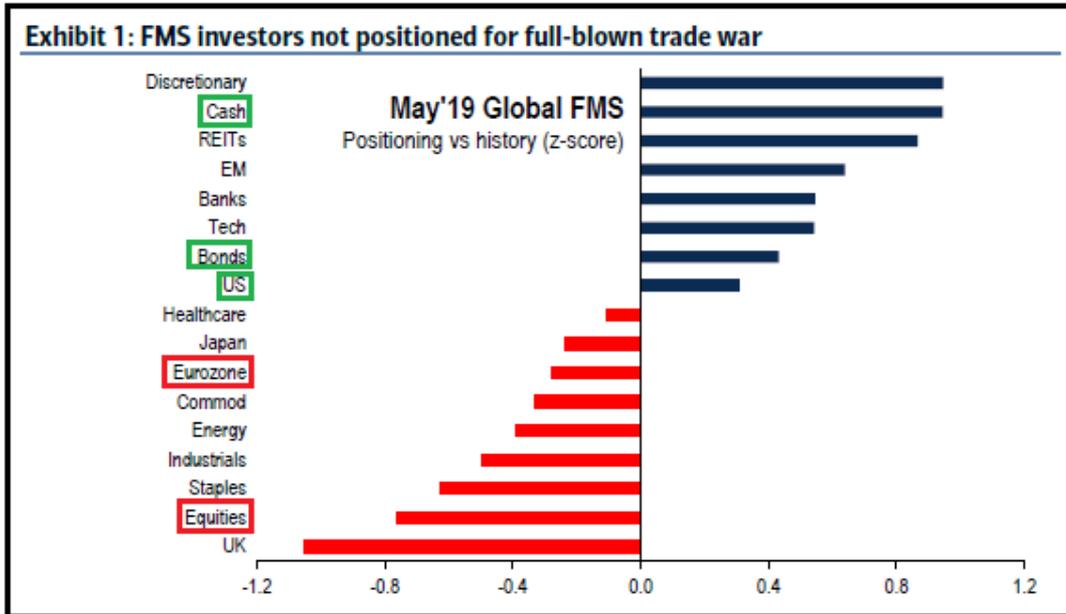
Eurozone: quale piano B?



- Anche in Eurozone, finora gli effetti della ripresa cinese sul manifatturiero erano stati modesti e a macchia di leopardo.
- Delle 2 principali manifatture europee solo quella italiana ha mostrato segnali di recupero, mentre quella tedesca è rimasta arenata su livelli di contrazione marcati
- Viceversa, la domanda interna tedesca ha sostanzialmente tenuto, mantenendo l'economia sopra il livello di contrazione.
- In Italia, per contro il rallentamento è stato più uniforme e la domanda interna è rimasta debole anche nei primi mesi del 2019.
- Queste 2 economie restano quelle più a rischio: la prima per il suo legame stretto con l'economia cinese e le condizioni del global trade, la seconda per la natura «export driven» del rimbalzo congiunturale osservato nel prime trimestre 2019.
- In generale, la ri-esplosione delle tensioni commerciali rischia di rinviare l'atteso catch up del canale estero lasciando interamente al settore domestico il compito di supportare l'economia continentale.



Azionario globale: il posizionamento è difensivo.

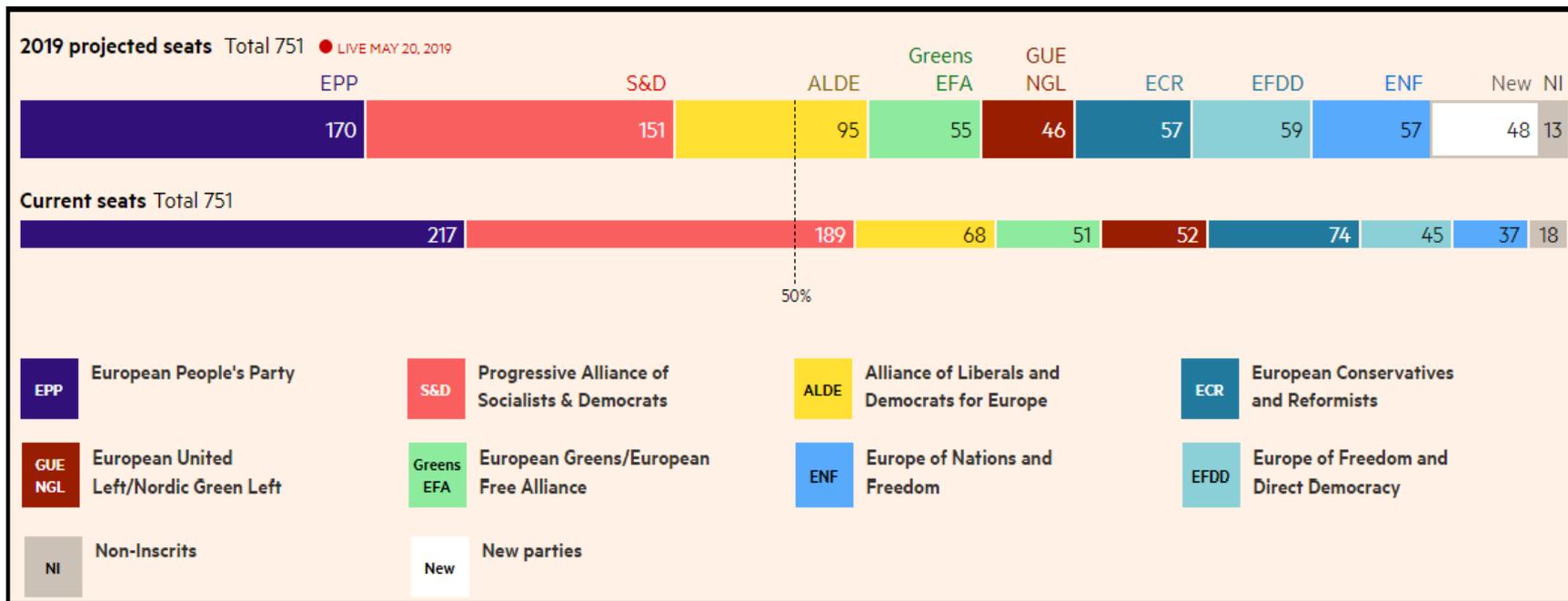


- Il posizionamento degli investitori è complessivamente assai difensivo.
- La Fund Manager Survey di ML mostra che le allocazioni in azionario sono nel complesso 0,8 standard deviations sotto la media
- Completano il quadro un mercato sovrappeso di cash e un posizionamento sui bonds 0,5 SD sopra la media.
- Altri segnali di cautela sono costituiti dall'elevata attività di hedging contro un brusco calo dei mercati azionari (34% degli intervistati) e il numero di put option comprate dagli small option traders (24% del totale)

- Geograficamente, il comparto più pesato resta quello degli emergenti, mentre l'investito su Eurozone e USA resta assai inferiore alle medie di lungo periodo. UK resta l'area più evitata. Tra i settori la tecnologia risulta il preferito di gran lunga (>30% overweight). Ciò lo rende vulnerabile a ulteriori prese di beneficio.
- Un posizionamento del genere è in grado di offrire un supporto considerevole ai mercati, in presenza di un newsflow negativo, rendendo la price action imprevedibile e contro intuitiva. I movimenti relativi nel corso dell'attuale correzione rispecchiano abbastanza bene l'impatto dei singoli posizionamenti.



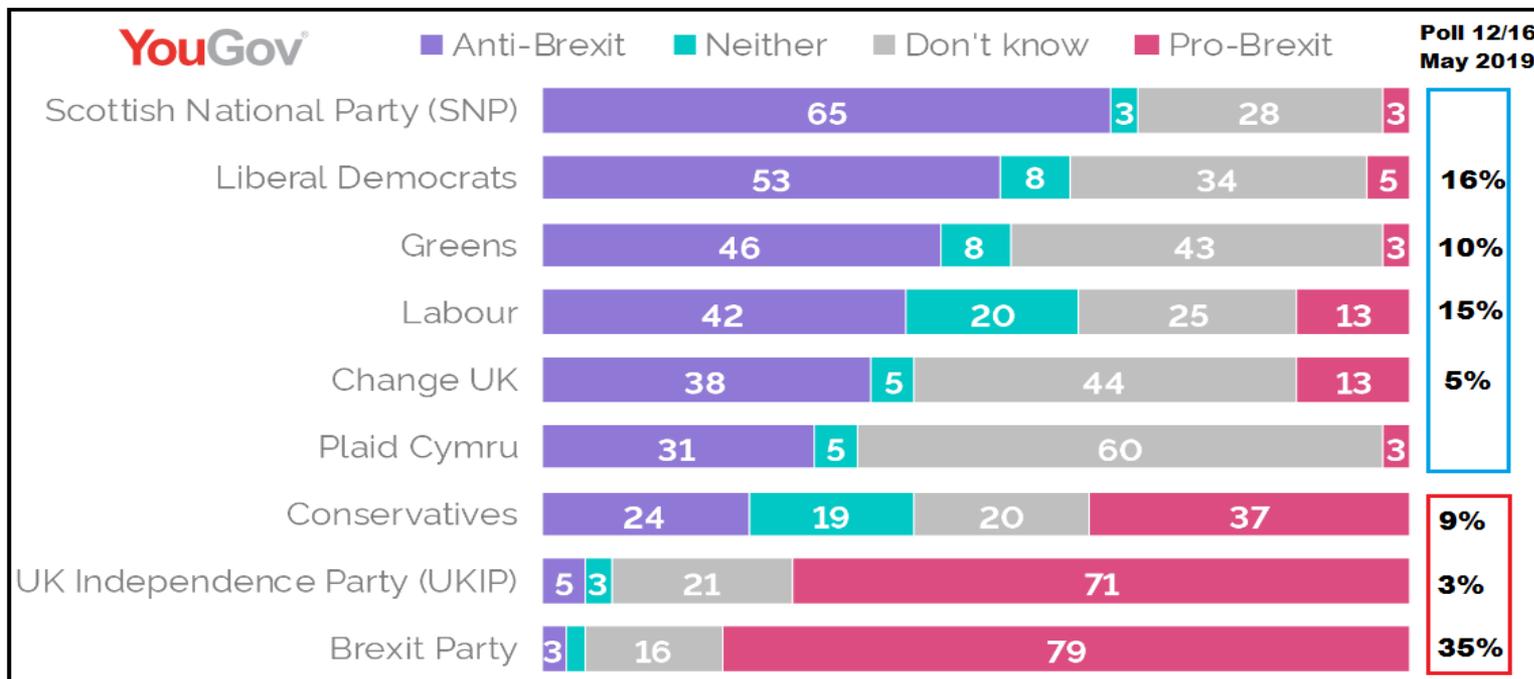
Elezioni Europee: Probabile una coalizione allargata.



- Sulla base dei sondaggi, il risultato delle elezioni europee sarà un Parlamento EU ancora più frammentato, con il risultato che la maggioranza uscente non potrà confermarsi senza l'aiuto di almeno un'altra formazione
- Il principale candidato sarebbero i liberali dell'Alde, seguiti dal Europe En Marche di Macron, che partecipa per la prima volta. In mancanza, anche i Verdi possono servire allo scopo.
- La partecipazione degli inglesi è fonte di incertezza per via delle alleanze che potrebbe fare (ECR, Euroscettici con la Lega, populistici coi 5 Stelle oppure stand alone).



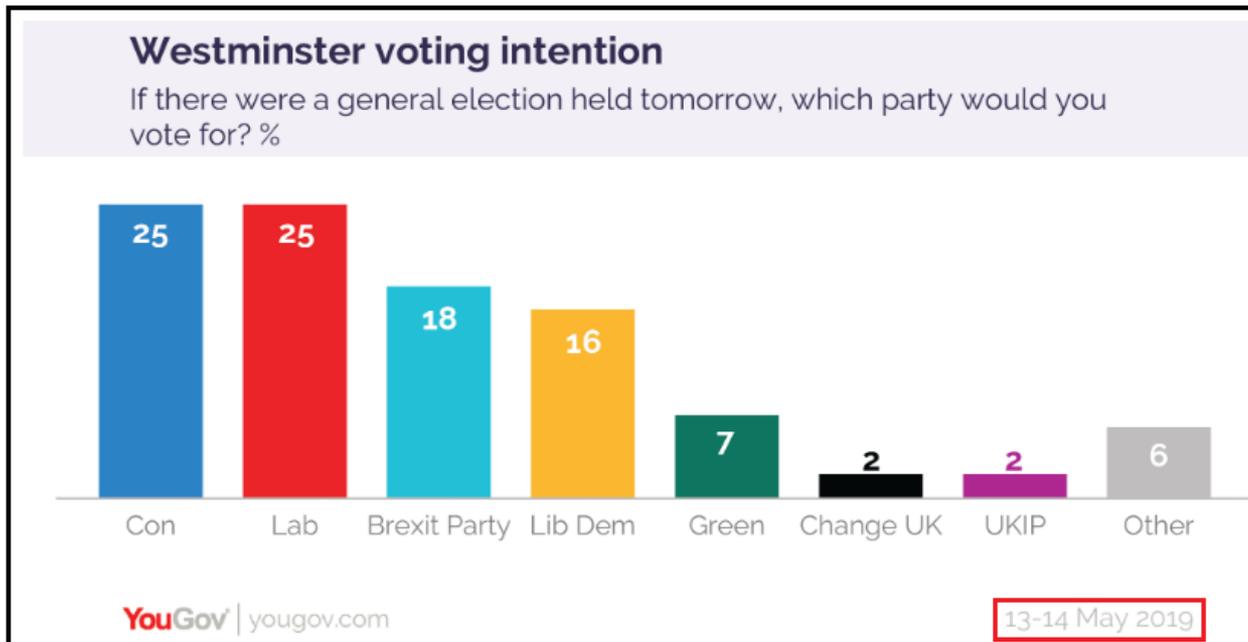
Elezioni europee e Brexit: il quadro resta opaco



- L'ascesa del Brexit Party di Farage sta creando parecchio nervosismo, ma in realtà, in base ai sondaggi, non è che gli euroscettici abbiano guadagnato significativo terreno in assoluto.
- Il problema è la radicalizzazione degli schieramenti, che rende ancora più complesso trovare un compromesso e quindi una soluzione di uscita.
- Ne la «no deal Brexit» ne un nuovo referendum sono lontanamente vicini a raggiungere la maggioranza



Brexit: dopo le europee, le politiche.

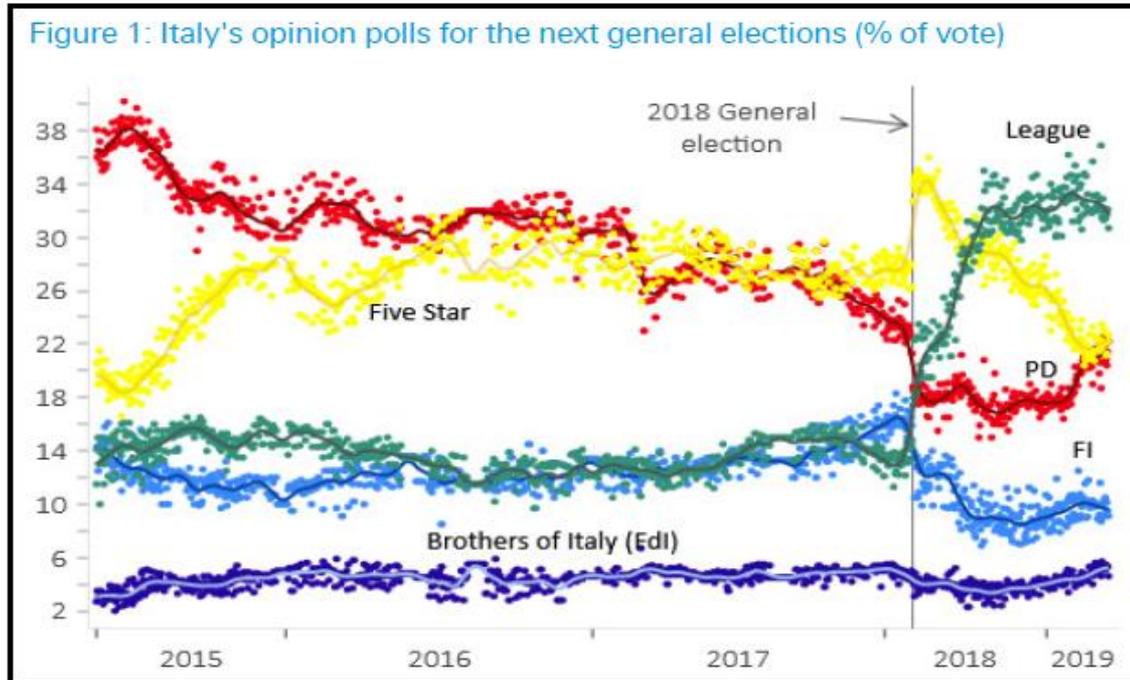


- In seguito ad una nuova bocciatura del suo accordo ed un probabile disastro dei Conservatori alle europee, la May dovrebbe perdere la guida del Partito (o si dimette, o la sfiduciano).
- Tra i potenziali successori, Boris Johnson al momento risulta il più probabile.
- Sotto la sua guida, è probabile che la posizione UK si irrigidisca e difficile che le negoziazioni con l'EU sortiscano effetti positivi

- Su queste basi, la deadline del 31 ottobre verrà raggiunta senza un accordo, e si porrà il problema di un'ulteriore proroga. E' quasi certo che l'EU la accorderà solo se verrà utilizzata per elezioni anticipate, per cercare di sbloccare lo stallo
- Trattandosi di elezioni politiche, difficilmente Farage riuscirà a bissare il successo che lo attende giovedì. Infatti i sondaggi mostrano un consenso assai diverso per eventuali elezioni politiche, rispetto alle europee, evidentemente utilizzate dall'elettorato per mandare un messaggio all'EU. La situazione resta quindi quanto mai incerta.



Elezioni europee e Italia: terrà la Coalizione Gialloverde?



- Le elezioni europee costituiscono un importante banco di prova per la tenuta del governo.
 - Chi ha più da guadagnare da una rottura è la Lega, che ha visto il suo consenso salire dal 17% delle politiche fino a oltre il 30%, e potrebbe puntare ad un rimpasto di Governo che rifletta maggiormente il consenso dell'elettorato.
 - Eventuali elezioni anticipate dipendono dalla possibilità, per Salvini, di puntare ad una coalizione diversa.
 - Sulla base degli attuali sondaggi, una coalizione con Forza Italia potrebbe raggiungere il 40% necessario per la maggioranza
-
- Più lontana, sulla base dei numeri ma senz'altro più gradita per il leader della Lega, sarebbe una coalizione con Fratelli d'Italia. Questo risultato però richiede una massiccia outperformance dei sondaggi da parte delle 2 formazioni.
 - I 5 Stelle non hanno molto interesse ad andare alle elezioni anticipate, visto che non hanno grosse possibilità di formare una coalizione diversa da quella attuale. Potrebbero interloquire col PD, ma, ammesso e non concesso che arrivino al 40%, Il PD potrebbe essere riluttante a erodere ulteriormente la sua base con un alleato del genere



In sintesi (1/2)

- Manteniamo a **Underweight l'azionario US**. Il recupero dai minimi messo a segno nel primo trimestre 2019 ha riportato le valutazioni su livelli più congrui. L'economia da segnali di perdita di momentum. Il riesplodere della trade war costituisce un serio cambio di scenario per Corporate America. **Manteniamo a neutral l'azionario europeo**. Le valutazioni restano attraenti e il positioning scarico. Il comparto dovrebbe beneficiare di un moderato recupero ciclico dell'area. Riteniamo probabile una fase di volatilità, motivo per cui portiamo a **Underweight l'azionario Italia**, che vediamo più vulnerabile in caso di nuovo rilassamento del settore manifatturiero. Manteniamo a **overweight l'azionario UK**, ritenendo che le valutazioni siano attraenti, e che il positioning scarico possa dar luogo a ricoperture. Manteniamo **neutral l'azionario cinese**. Nonostante il recente repricing, riteniamo che la fase di volatilità potrebbe continuare, alla luce dell'improvviso stallo nelle negoziazioni sul trade con gli USA. I mercati potrebbero ottenere supporto da un aumento dello stimolo monetario e fiscale. **Portiamo a neutral l'azionario emergente**, ritenendo che la ripresa delle frizioni commerciali USA – Cina costituisca un serio freno per il comparto, assai esposto al global trade e all'economia cinese.
- Restiamo **negativi sull'obbligazionario governativo core Eurozone**. Il mercato dei tassi europeo prezza troppo poco in termini di crescita e inflazione. Manteniamo **Underweight i bond periferici**, ritenendo che, sugli attuali livelli, lo spread offra troppo poca protezione, a fronte di un percettibile deterioramento del quadro di finanza pubblica. Inoltre temiamo che l'aumento della volatilità legato a ritorno delle tensioni sul trade possa contagiare gli spread periferici. Portiamo a **neutral l'obbligazionario US**, ritenendo che, anche alla luce del riesplodere delle tensioni con la Cina, il quadro macro USA non sia più così costruttivo. Manteniamo a **overweight l'obbligazionario emergenti** ritenendo che l'involuzione del quadro macro e geopolitico imporrà alle Banche Centrali locali stance accomodanti.
- Manteniamo **neutral il debito corporate US Investment grade**, ma portiamo a **underweight quello High Yield**, in quanto riteniamo che fasi di volatilità possano pesare sull'asset class. Riguardo il **credito europeo**, manteniamo a neutral quello **High Yield** ma riteniamo che i rendimenti offerti da quello **investment grade** non compensino a sufficienza nel caso intervenga un rialzo di quelli governativi. Manteniamo in **sovrappeso i subordinati finanziari europei**, in quanto riteniamo che sui livelli attuali gli spread compensino per il rischio corso.



In sintesi (2/2)

- Riguardo i cambi, manteniamo **underweight il \$**, nella convinzione che un minor differenziale di crescita tra l'area USA e il resto del mondo possano favorire un moderato indebolimento. Inoltre la Fed ha eventualmente più margine di manovra per rendere più accomodante la propria politica monetaria. Restiamo **sovrappesati su Yen**, in quanto lo vediamo come un hedge efficiente nel caso di fiammate di risk aversion. Manteniamo a **overweight la Sterlina** nella convinzione che la Brexit evolverà verso un accordo «soft» oppure verrà evitata. Manteniamo **overweight il franco Svizzero** con l'idea che possa offrire un hedge nel caso che le incombenti elezioni europee fungano da catalyst per una fase di volatilità sugli asset continentali .
- Riguardo le Commodities, manteniamo **neutral le energetiche**, con l'idea che l'attuale fase di consolidamento possa continuare. Portiamo a **neutral le industriali**, nella convinzione che l'impatto del riesplodere della trade war sul ciclo globale possa bilanciare un eventuale aumento di domanda da parte della Cina in seguito al varo di progetti infrastrutturali. 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	▼	US	■ upgrade
Area euro	■	Area euro core	▼
Italia	▼ downgrade	Italia/Periferia	▼
UK	▲	UK	▼
Giappone	■	Giappone	▼
Cina	■	Emergenti Local Currency	▲
Emergenti	■ downgrade	Emergenti Hard Currency	▲
Valute		Inflation linked US	▲
EUR/USD	▲	Inflation linked Area euro	■ downgrade
EUR/GBP	▼	Obbligazionario corporate	
EUR/CHF	▼	US investment grade	■
USD/JPY	▼	US high yield	▼ downgrade
Materie prime		Area euro investment grade	▼
Energetiche	■	Area Euro high yield	■
Industriali	■ downgrade	Area euro finanziari subordinati	▲
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.