

L'ARGOMENTO DEL MESE

La fiducia
va meritata
Amundi
ASSET MANAGEMENT

AZIONI EUROPEE: COME REAGIREBBERO A UN'EVENTUALE GUERRA DEI DAZI CON GLI STATI UNITI?

IBRA WANE, Equity Strategy

Finalizzato il 25/04/2019

L'essenziale

In questo documento intendiamo analizzare quali azioni (a livello di Paese e di settori) potrebbero risentire maggiormente di un conflitto commerciale. Da una disamina dell'indice è risultato che il 20% dei fatturati aggregati delle società che costituiscono l'MSCI Europe è diretto verso gli Stati Uniti, mentre solo il 14% dei fatturati delle società che costituiscono l'MSCI USA è diretto verso l'Europa. Nel caso di un conflitto, gli USA sarebbero quindi meno esposti, ma entrambe le parti ne uscirebbero sconfitte. Nonostante si ritenga di solito che il settore europeo delle automobili e della componentistica possa essere quello più bersagliato, in realtà ci sono altri settori ancora più esposti agli USA - come i beni strumentali, i prodotti alimentari, le bevande e il tabacco o il settore sanitario - che potrebbero risultare a rischio.

Viste le tentazioni protezionistiche degli USA e le incertezze sulla Brexit, chi investe nelle azioni europee non dovrebbe giungere alla conclusione affrettata che gran parte dei rischi legati al commercio si siano ormai dissipati.

Negli Stati Uniti dopo le parole sprezzanti di Donald Trump riguardo a BMW e Mercedes che affollano la Fifth Avenue, e dopo la sua decisione di alzare i dazi doganali sull'acciaio e sull'alluminio europeo, il presidente della Commissione, Jean-Claude Juncker, ha incontrato il presidente americano **lo scorso luglio** ed è stata siglata una **tregua** in previsione di ulteriori negoziati. Nel frattempo, a metà febbraio, il Segretario al Commercio USA, ha alzato l'asticella, presentando a Trump un rapporto in cui si sosteneva che le automobili importate "minacciavano la sicurezza nazionale"; il presidente aveva 90 giorni a disposizione, ovvero fino a metà maggio, per prendere una decisione. Agli inizi di aprile gli Stati Uniti hanno sollevato nuovamente il problema dei sussidi pubblici all'**Airbus**. In Europa, la **Commissione europea** ha ricevuto il 15 aprile il via libera dal Consiglio dei Ministri dell'UE **per negoziare un nuovo accordo commerciale con gli USA**. Il Commissario UE al commercio, Cecile Malmström, guiderà i negoziati con il rappresentante per il commercio USA, Robert Lighthizer. I colloqui verteranno unicamente sui dazi sulla produzione e quindi non includeranno agricoltura, servizi, accesso agli appalti pubblici e protezione degli investimenti.

Nel frattempo, dopo tre anni di atteggiamenti recalcitranti da parte della Gran Bretagna, una **Brexit senza accordi** potrebbe far scattare automaticamente dei dazi doganali come previsto dalle norme del WTO. I dazi varierebbero da un prodotto all'altro e ammonterebbero ad esempio al 10% per le automobili e la componentistica auto.

Sia il Regno Unito, sia l'Europa continentale sarebbero fortemente penalizzati perché il Regno Unito esporta ogni anno 631.000 veicoli agli altri 27 Paesi europei (l'81,5% della produzione britannica viene esportata, di cui il 51% all'UE) e perché l'UE esporta quasi 1,8 milioni di auto al Regno Unito (12% della produzione totale e 32% delle esportazioni). Visto che in Europa il prezzo medio di un'automobile nuova, IVA esclusa, è di circa 25.000 euro, i dazi del WTO farebbero lievitare il suo prezzo del 10%, ovvero di 2.500 euro. Dato che le automobili hanno un'elevata elasticità della domanda al prezzo, ciò potrebbe determinare un calo del 10% delle vendite dei modelli interessati.¹

Chi sarebbe maggiormente penalizzato?

Nel caso di una guerra tariffaria, chi ci perderebbe maggiormente? A livello macroeconomico, diversi organi nazionali e internazionali hanno già fornito alcune indicazioni utili.

Secondo la Commissione Europea, per esempio, nonostante il rapporto commerciale bilaterale sia in senso stretto strutturalmente favorevole all'Unione Europea, un quadro più ampio che include servizi, investimenti e utili rimpatriati

¹ Alcuni esempi: Honda Civic, Toyota Corolla, Land Rover Evoque, Nissan Juke e Qashqai, Mini nell'Unione europea dei 27 e il 90% dei modelli venduti nel Regno Unito.

mostra una situazione di gran lungo più equilibrata, con un leggero avanzo a favore degli Stati Uniti sia nel 2017, sia nel decennio scorso (2007-2017)². Nel frattempo, la **Bank of England** ha stimato che una guerra commerciale globale in cui tutto il mondo alza i dazi di circa 10 punti percentuali sottrarrebbe in tre anni circa il 2,5% alla crescita del PIL. Prendendo in considerazione la sola Brexit, in un rapporto dello scorso novembre **il governo britannico**³ ha stimato che, in caso di una Brexit senza accordo, il PIL britannico potrebbe calare a lungo termine dell'8% (nell'arco di circa 15 anni) rispetto alla sua traiettoria iniziale. Stando alle varie proiezioni, nel 2020 il Regno Unito potrebbe finire col gravitare in territorio recessivo invece di conseguire la crescita dell'1,4% prevista attualmente. Infine, in un recente articolo del **Bollettino economico BCE** sulle "implicazioni economiche del crescente protezionismo, per l'area dell'euro e in una prospettiva globale"⁴ gli autori hanno dichiarato che "finora si è ipotizzato un impatto contenuto, tuttavia potrebbero esserci dei forti effetti negativi se le tensioni commerciali dovessero peggiorare ancora".

Il nostro approccio focalizzato sui mercati azionari è meno accademico e più pratico. La nostra intenzione è soprattutto quella di capire quali Paesi e settori in Europa risentirebbero maggiormente di un eventuale aumento dei dazi doganali. A tale scopo abbiamo preparato un elenco con l'esposizione geografica dei diversi indici e sotto-indici. Questo filtro è ovviamente ipersemplificato. Per renderlo completo dovremmo includere non solo le vendite, ma anche gli acquisti e la produzione effettuata all'estero. Allo stesso modo, l'esposizione netta così calcolata dovrebbe essere confrontata con i margini di ogni entità presa in considerazione. L'impatto, per esempio, di un dazio netto del 2% sul fatturato dipenderebbe dal margine dell'entità. In ogni caso, questo primo filtro fornisce alcune indicazioni utili e dovrebbe semplificare le eventuali ricerche complementari.

Esamineremo in particolare quanto **le azioni europee sono esposte agli USA**.

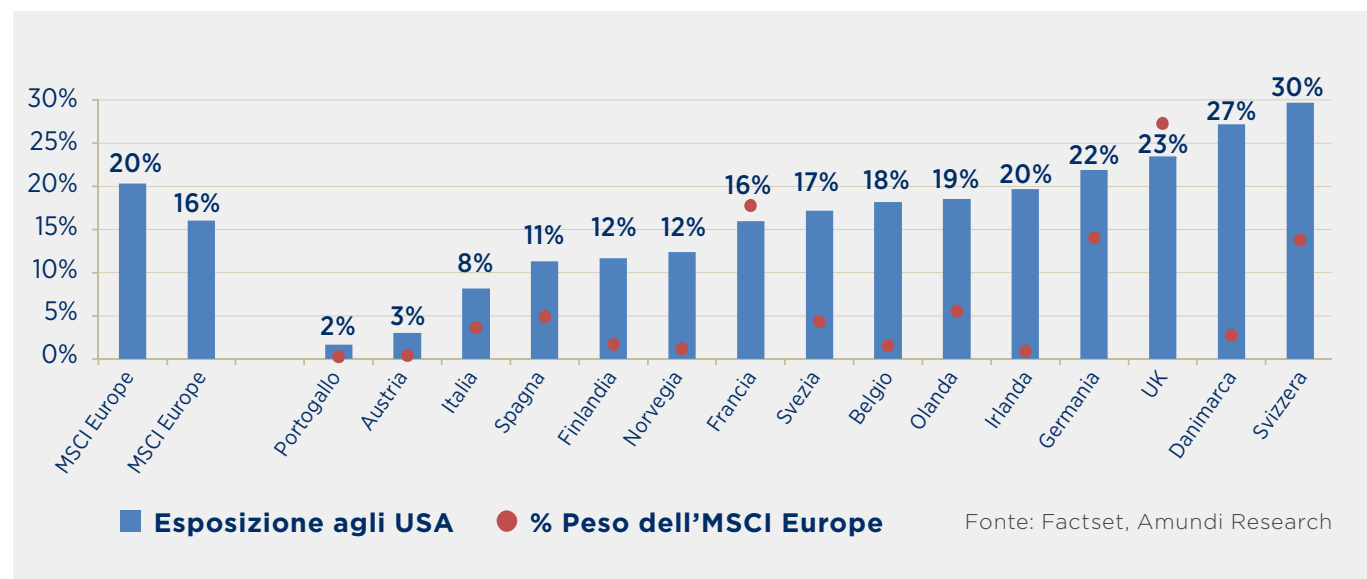
Gli USA rappresentano il 20% del fatturato aggregato delle società dell'MSCI Europe...

Il **Grafico 1** mostra che le **vendite negli Stati Uniti** rappresentano in media il 20% del fatturato aggregato delle società che costituiscono l'MSCI Europe. Nell'altra direzione, le vendite verso l'Europa **rappresentano il 14%** del fatturato aggregato delle società che costituiscono l'MSCI US, di cui il 12% verso la sola Unione Europea. Nel caso di una guerra tariffaria, gli Stati Uniti sarebbero quindi meno vulnerabili dell'Europa. Tuttavia, sarebbero comunque esposti pesantemente e riporterebbero di certo delle perdite se il conflitto dovesse degenerare.

C'è però da tener presente che l'esposizione dell'Europa agli Stati Uniti varia da Paese a Paese, dal 2% del Portogallo al quasi 30% della Svizzera. Minore la dispersione nei Quattro Grandi dell'MSCI Europe – Germania, Francia, Regno Unito e Svizzera – che insieme rappresentano il 73% della capitalizzazione di mercato dell'Europa. La loro esposizione agli USA varia dal 16% al 30% ed è in media del 22% (in base alle ponderazioni dell'MSCI Europe).

Poiché la **Svizzera** non fa parte dell'Unione Europea e il **Regno Unito** rappresenta un caso a sé per via della Brexit e del suo status di stretto alleato degli Stati Uniti, tra i Quattro Grandi la Germania - con le sue famose auto classe premium - **appare il Paese più pesantemente esposto**.

1/ Indici europei MSCI, esposizione delle vendite agli USA, % del totale



... e vicino al 40% in alcuni settori!

Tuttavia, uno sguardo più dettagliato all'MSCI Europe (si veda il grafico 2) mostra che, con il 20% delle vendite negli Stati Uniti, **il settore automobilistico europeo** presenta **un'esposizione in linea con la media**. Contrariamente alle

² Liberalization of tariffs on industrial goods between the United States of America and the European Union: http://trade.ec.europa.eu/doclib/docs/2019/february/tradoc_157704.pdf.

³ EU Exit long-term economic analysis, November 2018, rapporto disponibile su www.gov.uk/government/publications

⁴ Articolo di V. Gunnella e L. Quaglietti pubblicato sul Bollettino economico BCE, numero 3/2019.

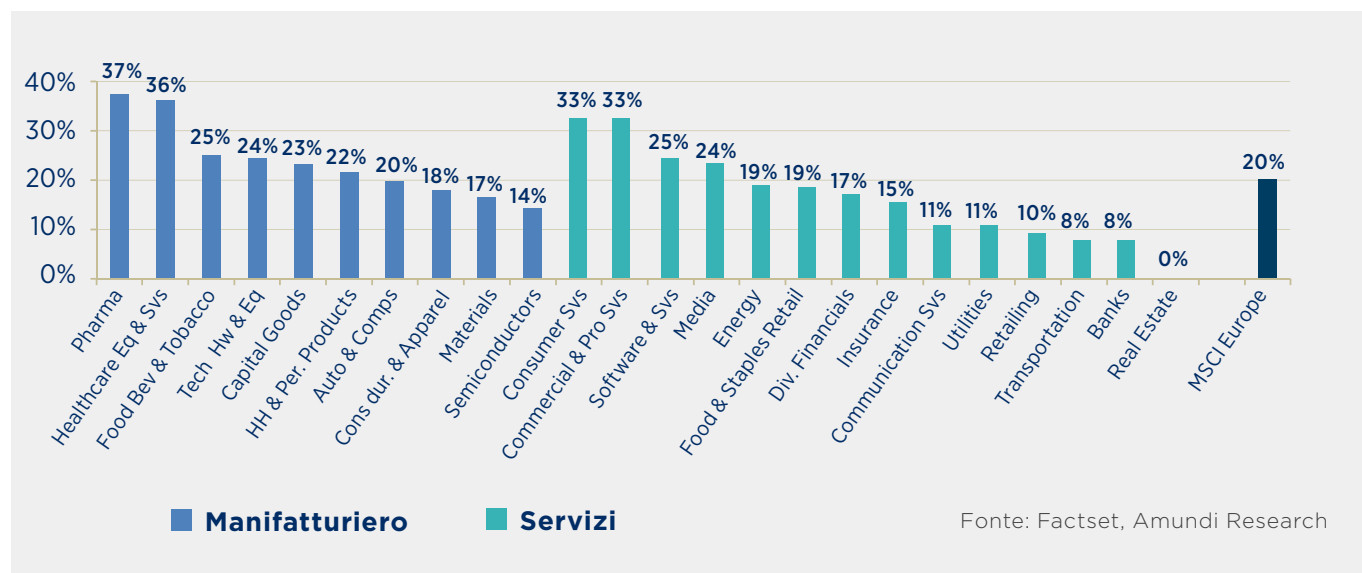
notizie che possono essere circolate, è ben lungi dall'essere il settore più pesantemente esposto agli Stati Uniti. Sarebbe indubbiamente penalizzato dall'aumento dei dazi doganali - gli Stati Uniti rappresentano il maggior mercato per i produttori tedeschi di automobili dopo la Cina⁵ -, **ma sono a rischio anche altri settori**.

Pensiamo in particolare al settore farmaceutico e a quello delle attrezzature sanitarie che esportano rispettivamente il 37% e il 36% della loro produzione negli Stati Uniti. Inoltre, in occasione delle prossime elezioni, assisteremo di certo alle rituali campagne sui prezzi dei farmaci e sulla sanità in generale. Poiché questi settori in tempi normali sono considerati dei settori difensivi, potrebbero riservare una doppia delusione se dovesse esserci una guerra commerciale anche tra Stati Uniti ed Europa.

Quattro altri settori industriali rivestono un ruolo più importante del settore Automobili & Componentistica auto - Prodotti alimentari, bevande & tabacco, tecnologia hardware, **beni strumentali e prodotti per l'igiene personale e per la casa**, le cui vendite negli Stati Uniti oscillano tra il 22% e il 25% del loro totale.

Nel *grafico 2* abbiamo invece isolato i servizi. Nonostante alcuni di essi⁶ siano pesantemente esposti agli Stati Uniti, sono stati oggetto di una valutazione diversa perché difficilmente sarebbero soggetti a dazi doganali anche se, in una guerra commerciale all'ultimo sangue, potrebbero risentire di molte barriere non tariffarie quali norme, certificazioni, protezionismo legale, nonché degli effetti extraterritoriali della legge americana.

2/ Indice europeo MSCI per settore: esposizione agli USA dei fatturati in % sul totale



Riassumendo...

Vista la portata dei legami tra Stati Uniti e Unione Europea, entrambi i partner uscirebbero sconfitti da una guerra tariffaria. Sebbene da un punto di vista puramente commerciale il **rapporto bilaterale sia strutturalmente favorevole all'Unione Europea**, se si tiene conto anche dei servizi, degli investimenti e del rimpatrio degli utili il rapporto risulta quasi in perfetto equilibrio e forse addirittura a vantaggio degli Stati Uniti. Sia come sia, visto che le merci sono più facilmente tassabili dei servizi, l'Europa sarebbe di certo la prima a pagare lo scotto dell'aumento dei dazi doganali. Nonostante le automobili e la componentistica europea appaiano già condannate da una giuria di tweet, non è questo il settore più pesantemente esposto agli Stati Uniti; inoltre vanta diversi contro-argomenti a suo favore. Si consiglia invece di prestare maggiore attenzione e di analizzare più a fondo altri settori come sanità, beni strumentali, prodotti alimentari, bevande e tabacco che sono meno nell'occhio del ciclone mediatico, ma che presentano esposizioni altrettanto consistenti agli Stati Uniti.

⁵ Gli Stati Uniti sono il secondo maggior mercato, dopo la Cina, ma prima della Germania, per BMW e Mercedes, e il terzo maggior mercato dopo la Cina e la Germania per il gruppo VW.

⁶ Come i servizi rivolti ai clienti (hotel e ristoranti) o servizi alle imprese (lavoratori interinali ecc.)

Avvertenze

Nell'Unione Europea, questo documento è rivolto ai soli investitori "professionali", come definiti nella Direttiva 2004/39/CE del 21 aprile 2004 relativa ai mercati degli strumenti finanziari ("MiFID"), ai prestatori di servizi di investimento e di qualsiasi altro professionista del settore finanziario, e se del caso in ogni regolamentazione locale e, per quanto riguarda l'offerta in Svizzera, un "investitore qualificato" ai sensi delle disposizioni della legge svizzera sugli investimenti collettivi del 23 giugno 2006 (CISA), dell'ordinanza svizzera sugli investimenti collettivi del 22 novembre 2006 (CISO) e della circolare FINMA 08/08 sulla pubblicità ai sensi della legislazione sugli investimenti collettivi del 20 novembre 2008. In nessun caso questo materiale può essere distribuito nell'Unione Europea a investitori non "professionali", come definiti nella MiFID o in ogni regolamentazione locale, o in Svizzera a investitori che non rispettino la definizione di "investitori qualificati", come definiti nella legislazione applicabile e la regolamentazione. Il presente documento non è rivolto ai cittadini o residenti degli Stati Uniti d'America o a qualsiasi «U.S. Person» come definita nel SEC Regulation S ai sensi del US Securities Act of 1933. Il presente documento non costituisce un'offerta di acquisto o una sollecitazione a vendere un prodotto, e non deve essere considerato come una sollecitazione illegittima o una consulenza d'investimento. Amundi SGR declina ogni responsabilità, diretta o indiretta, che possa derivare dall'uso delle informazioni contenute in questo materiale. Amundi non può in alcun modo essere ritenuta responsabile per qualsiasi decisione o investimento effettuati sulla base delle informazioni contenute in questo materiale. Le informazioni contenute in questo documento sono divulgate su base confidenziale e non possono essere copiate, riprodotte, modificate, tradotte o distribuite senza la previa autorizzazione scritta di Amundi, a qualsiasi terza persona o entità in qualsiasi paese o giurisdizione che potrebbe sottoporre Amundi o uno qualsiasi dei "Fondi" a requisiti di iscrizione all'interno di suddette giurisdizioni o dove potrebbe essere considerato illegittimo. Di conseguenza, questo materiale è destinato alla distribuzione solo in giurisdizioni ove permesso e alle persone che possano riceverlo senza violare requisiti di legge o regolamentari applicabili. Le informazioni contenute in questo documento sono ritenute accurate alla data di pubblicazione. Dati, opinioni e stime possono essere modificati senza preavviso.

Il presente documento è stato predisposto da Amundi, società anonima con capitale di 1.086.262.605 € - Società di gestione approvata dell'AMF N° GP 04000036 - Sede legale: 90, boulevard Pasteur - 75015 Parigi - Francia 437 574 452 RCS Parigi.