



WORLD ECONOMIC SCENARIO

3 | Ottobre 2021

“Negli ultimi decenni abbiamo assistito a un aumento della quota del PIL ottenuta attraverso un incremento del ‘Capitale’, a fronte di un calo della quota creata dal ‘Lavoro’. Tuttavia, almeno negli USA, pare che questo trend possa cambiare.”

Dino Kos

“Finché non verranno risolte le strozzature dal lato dell’offerta, la ripresa europea continuerà probabilmente ad incontrare difficoltà. Al contempo, la BCE è più accomodante di quanto sia mai stata prima e insiste nel sostenere che il forte rialzo dell’inflazione sia temporaneo; tuttavia, il rischio è che le pressioni sui prezzi possano durare più a lungo di quanto attualmente previsto da molti.”

Eric Chaney

“Nonostante la vicenda Evergrande, il settore immobiliare cinese non si trova in condizioni così critiche come molti temono e riuscirà a superare le attuali sfide. La stretta regolamentare in Cina non è diffusa a tutti i settori: alcuni ne sentiranno gli effetti, altri godranno invece di sostegno e probabilmente attrarranno investimenti e genereranno crescita.”

Jiming Ha

Sommario

Con la quasi totale riapertura dell'economia globale, nonostante la diffusione della variante Delta, la principale sfida che l'economia mondiale si trova oggi a fronteggiare è trovare un nuovo equilibrio sui mercati, in quella che si sta verificando essere una ripresa globale molto poco omogenea. Benché lo shock subito dall'economia mondiale nel 2020 sia stato di natura più unica che rara, la risposta in termini di politiche, nonché l'impatto stesso della pandemia sui diversi settori dell'attività economica, non poteva essere più asimmetrico. Pertanto, il mondo si trova ora a far fronte a forti squilibri tra la domanda e l'offerta di quasi tutte le variabili economiche, dai beni ai servizi, dall'energia alla tecnologia fino al lavoro. In tutti i Paesi e in tutti i settori di attività, rileviamo la presenza di *leader* e di chi rimane indietro, mentre il mondo si impegna in quella che si sta rivelando essere una ripresa a 'forma di K'. L'aspetto più critico è che questi squilibri hanno determinato una impennata dei prezzi, oltre a rinnovare il dibattito politico sulle disuguaglianze e sul ruolo e l'ambito di intervento del governo. **In un contesto così complesso, la principale domanda a cui gli investitori cercano risposta è se le tensioni di mercato verranno presto superate, o se dovremo convivere con un prolungato periodo di inflazione elevata e di interventismo governativo.**

Nell'affrontare alcuni dei temi al momento più sfidanti per gli investitori, Dino Kos, Eric Chaney e Jiming Ha, ritenuti tra i massimi esperti nel settore macroeconomico globale, esprimono le proprie opinioni su temi di attualità macroeconomica e di politica economica. Riportiamo inoltre i punti salienti di una tavola rotonda tra i tre prestigiosi advisor e i vertici della Direzione Investimenti di Eurizon Capital.

Principali conclusioni: **le pressioni inflazionistiche potrebbero rivelarsi più diffuse e persistenti di quanto atteso da molte Banche Centrali e le misure di stimolo continueranno a essere progressivamente rimosse dall'economia globale. Nel frattempo, si nota una scarsità di nuove fonti di crescita, dato il continuo rallentamento della Cina e il cambio di direzione negli USA, dove da un capitalismo sfrenato si sta passando a una più equa distribuzione della ricchezza.**

Si tratta di un contesto poco favorevole per gli utili aziendali e gli investitori dovrebbero prenderne nota. In questo complesso contesto, il suggerimento è di preferire portafogli con un profilo di rischio più basso e maggiore liquidità; inoltre, è probabile che il dollaro si dimostri forte. ■



Dino
Kos

- Gli USA hanno conosciuto una forte ripresa, che ora si sta stabilizzando; dopo l'iniziale forte supporto, l'impatto della politica fiscale potrebbe perdere di intensità abbastanza presto;
- L'aumento dell'inflazione potrebbe risultare più persistente di quanto atteso: sebbene i colli di bottiglia dal lato dell'offerta siano dovuti a fattori temporanei, stiamo ora assistendo a un trasferimento della crescita dei prezzi sui salari in aumento;
- Il fatto che i datori di lavoro aumentino i salari è naturalmente una cosa buona per i lavoratori, ma non lo è affatto per i margini di profitto societari;
- Alle elezioni del 2022 per il rinnovo del Congresso, il probabile aumento di consenso per i Repubblicani potrebbe determinare una lunga *impasse* politica;
- Le politiche emergenziali della Fed sono ancora in corso, nonostante il recedere dell'emergenza stessa. Guardando avanti, tuttavia, la Fed diventerà probabilmente molto meno accomodante nei confronti dei mercati, elemento che potrebbe generare volatilità;
- Negli ultimi decenni abbiamo assistito a un aumento della quota del PIL ottenuta dal 'Capitale', a fronte di un calo della quota creata dal 'Lavoro'. Tuttavia, almeno negli USA, pare che questo *trend* possa cambiare; per l'azionario si tratterebbe di un elemento capace di causare rendimenti in calo;
- Rischio di uno scollamento tra USA e Cina? È quello che vogliono i 'Wolf Warrior' di Pechino, promotori di una diplomazia aggressiva, e i "falchi" di Washington. Ci saranno conseguenze sui premi per il rischio.

Un anno fa, nel pieno della crisi pandemica, l'economia statunitense sembrava affacciarsi a una ripresa molto lenta e difficile. Oggi, invece, prendiamo atto che l'economia USA è ripartita con slancio; sebbene la crescita cominci ora a dare segnali di stabilizzazione, l'economia sta andando piuttosto bene e molto meglio del previsto. **Le previsioni per il 2022 restano robuste e il PIL ha ormai superato i massimi pre-Covid.**

**“Le previsioni
per il 2022
restano
robuste e il PIL
ha ormai
superato i
massimi
pre-Covid.”**

Una delle conseguenze dello slancio della ripresa è l'aggravarsi delle difficoltà delle catene produttive, con strozzature dal lato dell'offerta che sembrano destinate a persistere. Ma se alla base di queste difficoltà ci sono effettivamente elementi legati alla pandemia, esiste anche un problema legato allo squilibrio tra offerta e domanda. Le imprese non avevano previsto un ritorno della domanda agli attuali livelli e molte non si sono premurate di accumulare scorte sufficienti. Si notano squilibri anche sul fronte del lavoro, soprattutto in settori che richiedono manodopera qualificata e specializzata, in cui le imprese non riescono ad assumere. **Tutto questo sta creando pressioni al rialzo sui prezzi.**

“Presto assisteremo all'inizio della riduzione del programma di Quantitative Easing.”

Nel frattempo, le politiche statunitensi, sia sul fronte fiscale che quello monetario, resteranno espansive nel breve periodo: l'emergenza sta rientrando, eppure le politiche emergenziali non sono state modificate. **La Fed ha tenuto i tassi a zero e ha continuato ad acquistare titoli in abbondanza, anche se presto assisteremo all'inizio della riduzione del programma di Quantitative Easing.** Sul fronte fiscale, il piano dell'amministrazione Biden è di approvare due disegni di legge diversi, uno più improntato alle infrastrutture, l'altro maggiormente dedicato al 'capitale umano' o alla componente di 'infrastruttura soft'. Le dimensioni e i contenuti di quest'ultimo pacchetto sono attualmente al centro di un vivace dibattito, nonché di conflitti interni alle stesse formazioni politiche, ma credo che una qualche manovra verrà approvata e sarà di dimensioni importanti.

Tuttavia, c'è una considerazione di cui gli investitori dovrebbero prendere nota, ossia che **dopo l'iniziale forte supporto, l'impatto della politica fiscale potrebbe perdere di intensità abbastanza presto. Più specificamente, credo che sia difficile capire quanto potrà essere fatto sul piano politico negli USA dopo il 2021.**

Il 2022 è un anno elettorale per il Congresso e le attese sono tutte per una risalita dei Repubblicani, che prenderanno il controllo di almeno una delle due Camere, il che determinerebbe uno stallo totale nei due anni seguenti. Pertanto, **se nel breve periodo potremo assistere all'approvazione di questi pacchetti e all'inizio della loro implementazione, il picco di spesa verrà probabilmente toccato e superato piuttosto rapidamente.**

Nel frattempo, la spesa aggiuntiva non aiuterà a rallentare l'attuale crescita dell'inflazione, dato che implementare manovre fiscali equivale a spingere sull'acceleratore della domanda aggregata, in un momento in cui, di contro, l'offerta globale è minata da colli di bottiglia. Di conseguenza, **molti dei settori che potrebbero beneficiare in modo particolare della manovra fiscale, quali le costruzioni, nello specifico di strade, ponti e abitazioni, sono già alle prese con carenze di materiali e forza lavoro.** Pertanto, non è chiaro quanto progresso potrà effettivamente essere fatto sul fronte di tali progetti di edilizia, tuttavia le risultanti pressioni sui mercati del lavoro e delle materie prime resteranno elevate.

“Dovremmo prendere in considerazione il rischio di un'inflazione a livelli più alti e più a lungo.”

In effetti, tutte le misure di inflazione, tra cui il CPI e il PCE, restano alte e al di sopra degli obiettivi. Eppure, la Fed sembra ancora convinta che potrà controllare l'inflazione e che le attuali pressioni sui prezzi si dimostreranno transitorie. La Banca Centrale americana è stata molto ferma su questo punto e anche altre Banche Centrali sembrano dello stesso avviso. Infatti, nel corso di una conferenza finanziaria a cui ho partecipato in Europa, ho discusso animatamente con due membri del Consiglio Direttivo della BCE perché avevo esposto la mia opinione secondo cui **dovremmo prendere in considerazione il rischio di un'inflazione a livelli più alti e più a lungo.** A mio avviso, sono questi i pericoli che potrebbero essere in agguato, perché le pressioni inflazionistiche stanno estendendosi ad altre aree. La mancanza di manodopera sta spingendo verso l'alto i prezzi dei beni, come è ormai evidente soprattutto nei settori dell'energia, delle materie prime e dei semiconduttori. Ma **se questi possono essere considerati problemi di breve termine dovuti a colli di bottiglia temporanei nella catena di distribuzione, stiamo ora assistendo a una traduzione dei rialzi dei prezzi in salari più alti.**

Questo è particolarmente evidente nei trasporti e nelle grandi società di corrieri quali UPS e FedEx, che devono gestire una domanda per i loro servizi molto più alta rispetto alla loro capacità di assumere personale sufficiente e risolvere altri colli di bottiglia logistici. **Il fatto che i datori di lavoro aumentino i salari è naturalmente una cosa buona per i lavoratori, ma non lo è affatto per i margini di profitto societari.** Pertanto, credo che alla fine le pressioni inflazionistiche potrebbero dimostrarsi meno transitorie di quanto molti credono.

La strategia della Fed nell'affrontare questa situazione è ben nota. L'aver posto come obiettivo un tasso di inflazione medio flessibile permette all'inflazione di salire al di sopra del 2%, e abbiamo visto **le prime mosse per segnalare un rallentamento degli acquisti di titoli, o un graduale azzeramento.** Inoltre, è opinione comune che possa esserci più carenza di manodopera di quanto indicato dal tasso di disoccupazione, e che le strozzature dal lato dell'offerta si risolveranno da sole. In ogni caso, credo che la *forward guidance* della Fed assumerà toni molto meno accomodanti nei confronti dei mercati, alimentando volatilità nel comparto azionario e delle altre attività di rischio. Dal punto di vista dell'indice di *Sharpe*, l'attuale contesto non è ottimale, perché potremmo avere ritorni inferiori a quanto gli investitori sono abituati a incassare e, in aggiunta, maggiore volatilità.

Se vogliamo approfondire l'analisi del quadro attuale, direi che una spiegazione possa essere offerta dalla dicotomia rappresentata da lavoro a capitale. **Negli ultimi decenni abbiamo assistito a un aumento della quota del PIL ottenuta dal 'Capitale', a fronte di un calo della quota creata dal 'Lavoro'. Tuttavia, almeno negli USA, pare che questo trend possa cambiare.** Le priorità legislative del nuovo Congresso e di questo presidente sono molto diverse da quelle viste in precedenza, dato che **oggi è molto più forte il tentativo di affrontare e migliorare il problema delle disuguaglianze sociali.**

“Oggi è molto più forte il tentativo di affrontare e migliorare il problema delle disuguaglianze sociali.”

Questo diventerà evidente con le nuove misure regolamentari e non fiscali, nella forma di futuri piani di spesa a favore più del lavoro che del capitale. E credo che nei prossimi anni negli USA possano diventare più probabili aumenti delle tasse a carico dei più ricchi. Anzi, alla luce delle attuali tendenze e della retorica utilizzata, direi che tali cambiamenti sono quasi scontati. **Per il mercato azionario, questo potrebbe voler dire non tanto ritorni negativi, ma più bassi** rispetto a quanto il mondo si era abituato a vedere, anche a causa della compressione dei margini.

Guardando avanti, vedo un'abbondanza di rischi geopolitici e, a mio avviso, **l'ambito chiave saranno i rapporti tra USA e Cina.** La globalizzazione è stato un tema dominante negli ultimi 40 anni e la Cina è stata protagonista su questo fronte. Lungo tutto questo periodo, i rapporti tra USA e Cina, almeno in termini economici, sono stati molto stretti, e una diffusa convinzione è che **sia meno probabile assistere a lotte tra Paesi legati da interessi commerciali e da reciproci investimenti. Tuttavia, i 'Wolf Warrior' di Pechino e i 'falchi' di Washington sembrano spingere per un allontanamento.** Se così fosse, è probabile che il premio per il rischio geopolitico diventi più alto. E questo sarebbe un ulteriore fattore che andrebbe a gravare sul livello di utili attesi nei prossimi anni. ■

**“L'ambito
chiave
saranno i
rapporti tra
USA e Cina.”**



Eric
Chaney

- La formazione del governo tedesco sarà cruciale per l'Europa, dato che molte decisioni chiave prese a Bruxelles dipenderanno anche dall'orientamento della nuova *leadership* tedesca;
- Dovremo convivere per molti mesi, forse per anni, con l'attuale (e auto-inflitta) crisi energetica; finché non assisteremo a un raffreddamento della domanda di energia, la ripresa in Europa resterà probabilmente contrastata;
- Molte pressioni sottostanti sulle misure dell'inflazione 'core' suggeriscono che l'inflazione resterà alta più a lungo di quanto la BCE vorrebbe o sia pronta ad ammettere;
- La BCE è più accomodante di quanto sia mai stata prima e insiste nel sostenere che le attuali pressioni dell'inflazione siano temporanee;
- È più probabile una accelerazione dei salari che degli utili; non sono molto ottimista sui margini societari;
- Mentre le tensioni tra Cina e USA crescono, l'Europa è rimasta a guardare; la sfida politica per l'Europa consiste nel capire come stare al fianco degli Stati Uniti senza mettere a repentaglio le proprie relazioni commerciali con la Cina.

Sono piuttosto colpito dalle **similarità che vediamo in tutte le regioni del mondo: la crescita sta rallentando ovunque; l'inflazione sembra destinata a salire più del previsto e a restare alta più a lungo; e ci sono crescenti rischi all'orizzonte, con la questione energetica che sta diventando sempre più critica a livello globale.**

In Europa, la ripresa economica è stata notevole. A maggio 2021 l'Europa era in ritardo rispetto alle altre aree avanzate del mondo, e soprattutto rispetto agli USA e al Regno Unito, a causa delle difficoltà nell'implementare vaccinazioni di massa. Eppure, ora siamo ad ottobre e molti Paesi europei sono addirittura più avanti rispetto agli USA e al Regno Unito sul fronte delle vaccinazioni; è incredibile vedere le performance ottenute su questo fronte da Paesi come il Portogallo, la Spagna, la Danimarca e l'Italia.

“In Europa, la ripresa economica è stata notevole.”

Questo è un elemento importante nel sostenere la fiducia dei consumatori e delle imprese: **i Paesi con un alto tasso di vaccinazione sono molto meno a rischio di lockdown. L'alto tasso di vaccinazioni in Europa è certamente motivo di ottimismo, guardando avanti.**

Tuttavia, quello che è accaduto negli ultimi mesi è che la rapida ripresa che ha accompagnato la riapertura dell'economia europea alla fine della primavera e durante l'estate, sta ora scemando. **È in atto un rallentamento, causato dai colli di bottiglia non solo in Europa ma in tutto il mondo. Per l'Europa, uno degli aspetti più importanti di queste strozzature è la crisi energetica. Non sono aumentati solo i prezzi del gas naturale, del carbone e del petrolio, ma anche le bollette elettriche, che stanno crescendo molto rapidamente. Non vedo come la situazione possa migliorare nei prossimi mesi.** Credo che potremo tirare un sospiro di sollievo solo dopo il picco di domanda, dunque a inverno finito, diciamo nel 2° trimestre del 2022; e molto dipenderà dal clima. Tuttavia, **finché non assisteremo a un raffreddamento della domanda di energia, la ripresa in Europa resterà probabilmente contrastata.**

Date queste circostanze, credo che i ritardi a cui stiamo assistendo nel finanziamento dei programmi fiscali dell'UE siano, per assurdo, un fatto positivo: se i colli di bottiglia dal lato dell'offerta impediscono un aumento della produzione, immettere ulteriore stimolo finirebbe per spingere ancora più in alto i prezzi, invece di sostenere i redditi.

Questo contesto rende particolarmente intrigante la posizione della BCE, **considerato che il Consiglio Direttivo della BCE è apparso più accomodante di quanto mai visto in passato.** Nel Consiglio la maggioranza è ora rappresentata dalle 'colombe'. Il risultato sono le insistenti indicazioni da parte dei consiglieri BCE che la Banca Centrale consideri le attuali pressioni inflazionistiche come un fenomeno temporaneo.

“Finché non assisteremo a un raffreddamento della domanda di energia, la ripresa in Europa resterà probabilmente contrastata.”

“La ripresa in Europa è stata molto poco bilanciata.”

A dire il vero, trovo un po' sospetta la frequenza con cui vanno ripetendo questo messaggio; forse non ci credono davvero neppure loro stessi e cercano di convincersi! A ogni modo, nonostante il blocco formato dalle 'colombe', credo che se l'inflazione effettivamente continuerà a crescere, potranno cominciare a levarsi voci fuori dal coro, per esempio in Olanda, Austria e Germania - i soliti noti. Tuttavia, saranno una minoranza.

Un altro importante nodo per l'Europa sarà **la formazione del nuovo governo tedesco**. L'SPD ha vinto qualche seggio in più rispetto alla CDU, ma nessuno dei due partiti può formare una coalizione senza i Verdi e i liberali dell'FDP. Poiché i Verdi non entreranno in una coalizione con il CDU, sarà l'FDP l'ago della bilancia. Nessuno sa esattamente cosa accadrà e io non sono un esperto di politica tedesca, ma l'esito sarà cruciale per tutta l'Europa: la strategia dell'Europa nei confronti della Cina e della Russia è un tema chiave, come pure la prospettiva di una rinegoziazione delle regole fiscali europee. **Se la Germania sosterrà o meno tali cambiamenti dipenderà da chi siederà a capo del Ministero delle Finanze. Un altro importante nodo politico per l'Europa sarà trovare un accordo sugli obiettivi della transizione energetica, ancora più cruciale alla luce dell'attuale crisi energetica.** Tutti questi temi, molto importanti non solo per l'Europa ma anche per i suoi rapporti con il resto del mondo, dipenderanno in modo cruciale dalle priorità del nuovo governo tedesco.

Questi sviluppi politici in Europa stanno avendo luogo in un contesto macroeconomico globale complesso. Come sappiamo, nel 2020 la Cina ha rappresentato un 'ammortizzatore' per il mondo intero, grazie alla rapidissima riapertura della sua economia. Il calo delle importazioni cinesi nel 2020 è stato molto limitato rispetto a quanto visto in tutto il resto del mondo. Quest'anno, questi *trend* si sono pressoché invertiti, con l'Europa e gli USA in consistente crescita, a contribuire più della Cina alla ripresa del commercio globale. Tuttavia, all'interno dell'Europa ci sono discrepanze molto evidenti, data la grande eterogeneità dell'area. Pertanto, **la ripresa in Europa è stata molto poco bilanciata.**

Per esempio, Belgio, Polonia, Olanda e Svezia hanno goduto di una significativa ripresa del settore manifatturiero, a fronte di un ritardo di Spagna, Francia e Germania. Il motivo, a mio parere, sta nella specializzazione per settore: la Germania e la Francia, per esempio, sono altamente specializzate nei settori auto e aerospaziale, i più duramente colpiti dalla crisi.

Le sfide a cui si trova di fronte la ripresa del settore manifatturiero saranno probabilmente persistenti. Più specificamente, credo che **dovremo convivere per molti mesi, forse per anni, con l'attuale crisi energetica.** I prezzi dell'energia sono schizzati verso l'alto. Un aspetto forse trascurato di questa crisi è che molti Paesi, soprattutto la Germania, ma anche la Francia e il Belgio, hanno chiuso le proprie centrali nucleari. Il risultato è che sono venuti a mancare 15 gigawatt di energia elettrica, che non è affatto poco. Inoltre, una parte della sostituzione è andata a vantaggio di impianti solari ed eolici, lasciando l'offerta esposta a variabili climatiche, quali il cielo coperto o la mancanza di vento. **Il risultante circolo vizioso mette la Russia e, in una certa misura anche i produttori del Golfo, in una posizione di comando. Forti della loro posizione oligopolistica, non sono realmente interessati a incrementare la produzione. Ecco perché definisco la crisi energetica in Europa auto-inflitta: nei prossimi due o tre anni l'offerta di energia semplicemente non aumenterà. Di conseguenza, sarà la domanda a fare il mercato e un maggiore equilibrio energetico per l'economia potrebbe essere raggiunto solo nel momento in cui la domanda comincerà a calare, ossia in primavera.** Inoltre, questa crisi energetica potrebbe ripetersi l'anno prossimo. Naturalmente, **molti governi sono ora preoccupati che il sistema energetico europeo sia inadeguato** e i *leader* devono prendere qualche decisione, come per esempio quella di investire pesantemente in energia nucleare. Non disporremo nei prossimi anni di una capacità di accumulo in batterie tali da poter considerare il vento o il sole come fonti affidabili di energia. Decisioni di investimento così importanti e un certo tipo di progresso tecnologico avranno tempi lunghi. Questo significa che il problema energetico persisterà nel prossimo futuro.

“Molti governi sono ora preoccupati che il sistema energetico europeo sia inadeguato.”

“È più probabile che accelerino i salari che i profitti.”

Per svariati motivi, tra cui la condizione del mercato dell'energia, credo che l'inflazione continuerà ad accelerare in Europa. Inoltre, va notato che **se misurassimo l'inflazione con la stessa metodologia usata negli USA, ad esempio tenendo conto del costo di affitto 'implicito' sostenuto dai proprietari di casa (owner equivalent rent), l'inflazione 'core' dell'area Euro risulterebbe 40 punti base più alta rispetto al valore attuale. Tali pressioni sottostanti alle misure dei prezzi 'core' implicano che continueremo ad avere livelli di inflazione più elevati. La BCE continuerà probabilmente con la sua retorica sulla temporaneità dell'inflazione, ma risulterà sempre meno convincente.**

Il secondo tema riguarda le strozzature dovute a carenze, soprattutto nei trasporti; queste pressioni sono effettivamente temporanee. Tutte le navi container in attesa a Rotterdam, San Diego e Shanghai verranno smaltite. Di conseguenza, l'impatto delle tensioni su questo fronte sarà temporaneo. Al contempo, tuttavia, **i salari sono in accelerazione quasi ovunque in Europa e gli effetti stanno filtrando lentamente nell'economia.** In questo contesto, e data la situazione sul fronte delle materie prime, credo che **l'inflazione alta perdurerà più a lungo di quanto la BCE vorrebbe.** Si tratta di un gioco a somma negativa per le società. **È più probabile che accelerino i salari che i profitti.** Questo esito può anche essere visto come una sorta di 'compensazione' dopo la crisi indotta dal Covid. Se guardiamo alla storia recente, il periodo postbellico vide un equilibrio a favore del lavoro rispetto al capitale. **Se consideriamo la lotta al Covid una 'guerra', credo che verrà ora assegnata al lavoro una quota maggiore del reddito.** Alla luce di questo, **non sono molto ottimista sui margini societari.**

Al contempo, **penso che sia più probabile che le tensioni a livello globale aumentino** che diminuiscano nel medio-lungo periodo. Il contesto di crescita globale in rallentamento e le strozzature nella catena delle forniture non incoraggiano certo la cooperazione. Né questo può essere considerato un buon segnale per l'inflazione. È chiaro che la *leadership* cinese è estremamente cauta sul rischio che si creino bolle nel mercato finanziario o nel settore immobiliare. Dal punto di vista della gestione del rischio, se la bolla del debito in Cina dovesse scoppiare, in un modo o nell'altro potrebbe tradursi in una forza deflazionistica di portata mondiale.

“La sfida politica per l’Europa consiste nel capire come stare al fianco degli Stati Uniti senza mettere a repentaglio le proprie relazioni commerciali con la Cina.”

A prescindere da tutti questi rischi, credo sia degno di nota il fatto che **mentre le tensioni tra la Cina e gli USA (e la nuova alleanza tra Australia, Regno Unito e Stati Uniti, che per comodità definiremo ‘AUKUS’) crescono, l’Europa è rimasta a guardare.** È sensato per l’Australia cercare alleanze militari forti, ma per l’Europa l’AUKUS non ha una reale importanza, a dispetto di tutte le esagerate reazioni suscitate dall’annuncio di tale unione di intenti, soprattutto da parte della *leadership* francese. **La sfida politica per l’Europa consiste nel capire come stare al fianco degli Stati Uniti senza mettere a repentaglio le proprie relazioni commerciali con la Cina.** Le società europee vogliono continuare a fare affari con la Cina, ma vogliono anche essere tutelate nel farlo. Per la Germania è evidente che non avrebbe senso pensare che ci si possa staccare totalmente dalla Cina. Dunque, non sarà facile gestire questo problema. È evidente quanto sarà importante il ruolo della nuova *leadership* tedesca nel dettare la direzione da prendere nel prossimo futuro.

Per quanto riguarda l’asset allocation, continuo a mantenere un giudizio negativo sulla liquidità. **Il mio giudizio sui titoli governativi è senza dubbio negativo**, perché credo che il messaggio sulla transitorietà dell’inflazione non potrà continuare a convincere i mercati. Per quanto riguarda i mercati a *spread*, voglio sottolineare **il mio giudizio molto positivo sui Paesi periferici dell’area Euro.** L’Italia, per esempio, sta facendo cose buone; grazie a una *leadership* eccezionale e a un’abbondanza di fondi da spendere, le riforme si faranno, a mio avviso, e in modo più efficiente che in passato. L’atteggiamento accomodante della BCE è un ulteriore fattore di supporto in questo senso. Sono tutti elementi positivi per la periferia dell’Eurozona e molto meno per i mercati emergenti, in termini di rischio.

Sull’azionario mondiale il mio giudizio tende verso la neutralità, alla luce di quanto detto sulla distribuzione delle quote del reddito. Infine, per quanto riguarda le valute, **resto costruttivo sul dollaro USA.** La BCE è incredibilmente accomodante in questa fase e la Fed dovrà chiaramente reagire prima. Ritengo questo contesto positivo per il dollaro. ■



Jiming
Ha

“Lo scenario d’inflazione dipenderà dal successo nel superare la pandemia a livello mondiale.”

- La crescita economica in Cina continua a rallentare, guidata da una domanda interna debole;
- Le strozzature nelle catene di distribuzione globali potrebbero generare pressioni inflazionistiche, che tuttavia dovrebbero rivelarsi temporanee: in ultima analisi, lo scenario d’inflazione dipenderà dal successo nel superare la pandemia a livello mondiale;
- Pechino potrebbe aggiustare il tiro delle proprie politiche per sostenere la crescita in vista dell’importantissimo 20° Congresso Nazionale del Partito Comunista dell’anno prossimo;
- Nonostante la vicenda Evergrande, il settore immobiliare cinese non si trova in condizioni così critiche come molti temono e riuscirà a superare le attuali sfide;
- La stretta regolamentare in Cina non è diffusa a tutti i settori: alcuni ne sentiranno gli effetti, altri godranno invece di sostegno e probabilmente attrarranno investimenti e genereranno crescita;
- La Cina cercherà di contenere e di non far scoppiare le bolle dei prezzi dei titoli: questa è la lezione più importante appresa dai funzionari cinesi nell’assistere all’esperienza giapponese degli anni Ottanta-Novanta;
- La Cina affronterà i propri squilibri interni sostenendo l’economia e aumentando il denominatore per mitigare il problema del debito nel lungo periodo;
- I rapporti tra USA e Cina stanno registrando un marginale miglioramento;
- Per quanto riguarda Taiwan, il pericolo che la Cina invada il Paese è evidente, ma non imminente. Restano da risolvere due nodi chiave: tecnologia ed energia.

Il mondo ha goduto di decenni di bassa inflazione grazie alla globalizzazione e a scambi commerciali liberi. La pandemia ha cambiato tutto questo. I *lockdown* in tutto il mondo hanno creato problemi a livello delle catene distributive, aggiungendo ostacoli ai flussi commerciali già danneggiati dai dazi imposti dagli USA sotto Trump.

A mio avviso, **tali sviluppi sono inflazionistici. Ma il fatto che l'inflazione si dimostri persistente o meno dipenderà da come andrà la pandemia.** In Cina, benché l'indice dei prezzi al consumo sia ancora molto basso, i prezzi alla produzione hanno continuato a salire. In parte, credo che questo rifletta le politiche monetarie e fiscali meno accomodanti adottate durante la pandemia, soprattutto rispetto a quelle messe in campo in Occidente.

Al contempo, **l'economia cinese continua a rallentare, così come avevamo previsto. Se le esportazioni sono rimaste sostenute, la domanda interna, al contrario si è mostrata debole.** La produzione industriale è calata bruscamente e le vendite al dettaglio hanno subito un rallentamento della crescita, attestandosi ad agosto a solo il 2,5%. Questo è un aspetto importante perché in Cina i tassi di crescita delle vendite al dettaglio erano solitamente molto alti. L'indice PMI a settembre ha confermato il rallentamento, segnando la prima lettura al di sotto dei 50 punti base dall'inizio della pandemia, pari a 49,6. Sono calati fortemente anche i nuovi ordinativi esteri. **Questo rallentamento della crescita cinese, unitamente a prezzi alla produzione più elevati, non giova agli utili aziendali.** I costi dell'energia e dei materiali sono cresciuti notevolmente. A mio parere, **questo contesto potrebbe portare a una qualche reazione di politica economica in Cina. Più nello specifico, Pechino potrebbe aggiustare il tiro delle proprie politiche per sostenere la crescita in vista del 20° Congresso Nazionale del Partito Comunista l'anno prossimo.** Il Congresso Nazionale del Partito è un evento molto importante per il governo e per la *leadership* cinese.

Nelle ultime settimane, la vicenda Evergrande ha conquistato i titoli dei media finanziari in tutto il mondo. **Evergrande è una delle più grandi società di sviluppo immobiliare della Cina, se non la più grande. Ed è fortemente indebitata e gravata da molti problemi finanziari molto complessi.**

“Questo rallentamento della crescita cinese, unitamente a prezzi alla produzione più elevati, non giova agli utili aziendali.”

“Non credo che il governo permetterà al settore immobiliare cinese nel suo complesso, di essere sopraffatto dalle difficoltà di una sola società.”

Tuttavia, nonostante le preoccupazioni dei mercati per la condizione di Evergrande, non credo che il governo permetterà al settore immobiliare cinese nel suo complesso di essere sopraffatto dalle difficoltà di una sola società.

Sono in gioco molti fattori politici che non approfondirò qui, ma voglio fare qualche considerazione sugli aspetti chiave di questa vicenda. Per prima cosa, le famiglie cinesi sono fortemente dipendenti dal settore immobiliare. La casa rappresenta il 60% della ricchezza delle famiglie, molto più che nella maggioranza degli altri grandi Paesi. Se il mercato immobiliare dovesse crollare, gli effetti sull'economia cinese sarebbero devastanti. Secondo, il credito al consumo è aumentato in modo significativo negli ultimi due decenni, con particolare sviluppo del settore dei mutui, che oggi ha un valore pari a oltre il 60% del PIL. Un crollo dei prezzi delle abitazioni significherebbe lasciare le famiglie cinesi in una posizione patrimoniale negativa. Terzo, il settore immobiliare contribuisce fortemente alla crescita del PIL cinese. Considerando sia il segmento a valle che a monte, il settore immobiliare rappresenta oltre il 20% del PIL. Questo significa che anche le entrate fiscali del governo dipendono fortemente da un mercato immobiliare in salute. Per esempio, circa il 40% delle entrate delle amministrazioni locali sono generate da vendite di terreni; e sappiamo che le entrate delle amministrazioni locali non sono in ottima salute al momento, a fronte di forti fabbisogni finanziari per sostenere l'economia nelle diverse regioni della Cina.

Pertanto, per quanto riguarda le future azioni del governo cinese, dubito che Pechino vorrà far scoppiare intenzionalmente la bolla immobiliare. **Ma la domanda è: il settore immobiliare cinese è a rischio di crollare nonostante il sostegno implicito offerto dal governo? Non credo.** Se consideriamo le 80 società di sviluppo immobiliare più importanti della Cina, la maggioranza rispetta le cosiddette 'tre linee rosse' tracciate da Pechino a inizio 2020.

La prima linea rossa riguarda il rapporto tra liquidità e debito a breve termine, che deve essere superiore a uno: la maggioranza delle società costruttrici è in linea con questa regola e presenta un margine ragionevole. La seconda linea rossa riguarda il rapporto di indebitamento (D/E), che deve essere inferiore a 100%, e anche in questo caso la maggioranza delle società è in regola. La terza linea rossa è un coefficiente di leva finanziaria inferiore a 70%: nell'ultimo anno molte società hanno migliorato tale rapporto, pur restando leggermente al di sopra della soglia regolamentare. Pertanto, in generale, **l'edilizia abitativa è in salute e non credo che Evergrande rappresenterà un grosso problema guardando al futuro.**

“L'edilizia abitativa è in salute e non credo che Evergrande rappresenterà un grosso problema guardando al futuro.”

Oltre alla gestione del rallentamento del settore immobiliare, un altro importante problema per la Cina è attualmente la carenza di energia elettrica, in un contesto di prezzi in rialzo, soprattutto per il carbone, utilizzato per produrre il 70% dell'energia consumata nel Paese. Questo rialzo è spiegato da una serie di fattori, ma il più importante è il calo delle importazioni, soprattutto dall'Australia, per motivi geopolitici. Le importazioni di carbone dall'Australia, che nel 2020 hanno rappresentato circa il 40% del totale, sono calate a zero nel 2021. Tuttavia, a dispetto dei costi più alti, le bollette elettriche sono rimaste invariate, perché regolamentate. Questo significa che maggiore è la quantità di energia generata da un produttore, maggiori saranno le perdite che subirà. Naturalmente, qualcosa dovrà cambiare. Ci sono già segnali che il governo intende aumentare le importazioni da altri Paesi. Ci sono stati anche Paesi che hanno approfittato di queste tensioni tra Australia e Cina per importare carbone dall'Australia e rivenderlo alla Cina, che ha finito per acquistarlo a prezzi più alti. **Pertanto, credo che le tariffe energetiche finiranno per essere regolate verso l'alto, per ridurre tali pressioni.**

Un altro sviluppo recente che ha intaccato la fiducia degli investitori è stato il maggiore interventismo del governo di Pechino nel controllare e gestire alcuni settori dell'attività economica.

“Quanto sia conveniente investire in Cina dipende dal settore preso in considerazione.”

La gente ha cominciato a domandarsi se valga la pena investire in Cina. A mio parere, le campagne portate avanti dal governo sono molto selettive. Pertanto, **quanto sia conveniente investire in Cina dipende dal settore preso in considerazione.** L'ambizione della Cina è di rimodulare lo sviluppo economico e di riequilibrare i vari settori di attività. Alcuni settori, quali l'immobiliare, l'istruzione, il *tutoring*, l'intrattenimento, il *gaming* online e la finanza digitale, saranno effettivamente sottoposti a maggiori controlli o a restrizioni, perché il governo non vuole consentire una espansione disordinata del capitale privato. Al contempo, tuttavia, ci sono altri settori che hanno una valenza chiave nel consentire alla Cina di diventare autosufficiente, economicamente indipendente e dipendente solo da se stessa. Questi settori saranno sostenuti e incoraggiati dal governo cinese e sono rappresentati dalle industrie che producono microchip per computer, motori semiconduttori, nuovi materiali, macchinari digitali, veicoli elettrici e così via. Pertanto, **la stretta regolamentare in Cina non è diffusa a tutti i settori: alcuni ne sentiranno gli effetti, altri godranno invece di sostegno e probabilmente genereranno crescita.** Questo significa che la Cina offre effettivamente molte opportunità di investimento.

Ma c'è un altro importante aspetto, ossia **le politiche di redistribuzione del reddito perseguite da Pechino.** Sappiamo bene che negli ultimi quattro decenni l'ascesa della Cina nel quadro dell'economia globale è stata dovuta soprattutto alle enormi dimensioni del Paese e ai suoi alti tassi di crescita economica. Quale impatto avranno queste nuove politiche di redistribuzione sulla Cina e sul mondo? A mio avviso, queste nuove politiche, tese a favorire una crescita 'equa' o 'inclusiva', ricordano per certi versi le politiche messe in atto in Cina prima del 1978.

“Credo che sia utile dividere l’ascesa economica della Cina in tre periodi principali.”

Credo che **sia utile dividere l’ascesa economica della Cina in tre periodi principali**: il ‘comunismo’ prima del 1978, il ‘capitalismo con caratteristiche cinesi’ tra il 1978 e il 2012 e, dal 2012, un periodo che potremmo definire in modo secondo me appropriato ‘socialismo con caratteristiche cinesi’.

Possiamo dire che il fondamento ideologico del primo periodo sia stato il ‘Marxismo-Leninismo’: non venivano chiaramente individuati obiettivi di lungo termine e il sistema legale consisteva semplicemente nell’applicare la ‘legge del più forte’, ossia del governo. Per quanto riguarda la politica estera, la Cina era isolata dall’Occidente e al contempo guidata dall’Occidente. Non c’erano mercati dei capitali e il diritto di proprietà era inesistente. Poi, nel 1978, tutto ha cominciato a cambiare, sia per l’economia cinese, sia per il sistema politico del Paese. Deng Xiaoping era molto pragmatico. Una sua famosa citazione riassume in poche parole un concetto chiaro: **‘Che sia un gatto nero o un gatto bianco, se riesce a prendere un topo è comunque un buon gatto’**. Nell’ambito economico i controlli vennero allentati e il sistema politico da pura ‘dittatura’ prese più la forma di una ‘leadership collettiva’. Al contempo, tuttavia, lo sviluppo dell’economia e di determinati comparti industriali fu fortemente influenzato dal cosiddetto Guanxi, ossia dai rapporti personali. Un libro molto interessante di recente pubblicazione, intitolato ‘Red Roulette’, descrive il rapporto tra potere politico e grandi capitali in Cina negli ultimi due decenni circa. In quello stesso periodo, anche i rapporti della Cina con l’Occidente migliorarono e il sistema politico si fece più tollerante. Il periodo fu caratterizzato da un rapido processo di crescita economica ed espansione dei mercati. Tuttavia, i prezzi delle attività crebbero e le ineguaglianze in termini di ricchezza tra la popolazione si ampliarono. Azionando il *fast forward* e **arrivando al regime sotto Xi Jinping, credo di poter dire che l’ideologia di base non sia più Marxista-Leninista; a mio avviso è molto più vicina a un puro nazionalismo**. Il controllo esercitato sull’economia è di natura tecno-autoritaria.

“Ritengo che ci sia stato un marginale miglioramento nelle relazioni USA-Cina, o comunque qualche segnale di schiarita.”

Se andate in Cina, non potrete fare a meno di notare l'enorme numero di videocamere di sorveglianza e sentirete di essere controllati in ogni momento. Possiamo anche chiamarlo uno stato di diritto in cui regna la legge, perché la Cina introduce leggi quando il governo vuole raggiungere determinati obiettivi politici. Alcuni invece lo definiscono uno 'stato di disinformazione', o uno 'stato di censura', o uno 'stato della paura'.
Comunque, **se guardiamo la Cina di oggi, dobbiamo constatare che sotto Xi Jinping i controlli si sono fatti più stringenti e i mercati dei capitali sono stati maggiormente regolati.** Non è come ai tempi di Deng Xiaoping, ma non è neppure come all'epoca di Mao. **Lo sviluppo dei mercati dei capitali dipenderà da quali obiettivi si pone il governo.** Non credo che Pechino voglia creare bolle dei prezzi delle attività finanziarie o farle scoppiare; credo che **la Cina affronterà i propri squilibri interni sostenendo l'economia e aumentando il denominatore per mitigare il problema del debito nel lungo periodo.**

Nel frattempo, dal punto di vista geopolitico, **le relazioni della Cina con gli USA si sono fatte più contrastate.** E credo che senza un importante cambio di *leadership* in Cina, che reputo altamente improbabile, non si tornerà alle relazioni esistenti sotto Deng Xiaoping. Tuttavia, guardando al brevissimo periodo, ritengo che **ci sia stato un marginale miglioramento nelle relazioni USA-Cina, o comunque qualche segnale di schiarita.** In primo luogo, il rapporto dell'*intelligence* americana sull'origine del Covid-19, molto attesa ad agosto, si è rivelata priva di colpi di scena e inconcludente. Questo è stato un primo segnale, seguito poi da molti altri. Per esempio, sempre in estate, l'ex presidente di Goldman Sachs, John Thornton, un buon amico della Cina, ha trascorso sei settimane nel Paese, soggiornando anche nello Xinjiang. Questo potrebbe segnalare un certo disgelo nelle relazioni tra gli USA e la Cina, non solo sul fronte finanziario, ma potenzialmente anche tra i due governi.

“Per quanto riguarda Taiwan, il pericolo che la Cina invada il Paese è evidente, ma non imminente.”

Poi, a settembre, è stata rilasciata la CFO di Huawei, in uno scambio che ha visto anche il rilascio dei due canadesi detenuti in Cina dal 2018: un episodio che è sembrato una resa alla diplomazia ‘degli ostaggi’ adottata dalla Cina. Credo che la Cina lo abbia interpretato come un segnale importante: se sei duro e persistente, gli stranieri si arrenderanno. Secondo il mio parere il rilascio è stato una sorta di regalo dalla Cina. Infine, il Rappresentante per il commercio degli Stati Uniti ha fatto una dichiarazione piuttosto conciliante sulle relazioni USA-Cina, con particolare riferimento agli scambi commerciali. Alla luce di questi sviluppi, non ci sarebbe da sorprendersi se **la Cina aumentasse le proprie importazioni di prodotti agricoli ed energetici dagli Stati Uniti e gli USA riducessero i dazi imposti sui beni di consumo cinesi**. Progressi di questo genere, e la ripresa di negoziazioni commerciali di alto livello, tornerebbero a vantaggio di entrambi i Paesi a lungo andare.

Ora, **per quanto riguarda Taiwan, il pericolo che la Cina invada il Paese è evidente, ma non imminente**. Quando Xi Jinping salì al potere 10 anni fa, nel 2012, espose il ‘Sogno cinese’. Un tassello importante di tale sogno è la riannessione di Taiwan. Xi Jinping vuole lasciare un’eredità importante per la storia della Cina. Ma prima che il Paese possa perseguire una tale riunificazione, ci sono preparativi da fare. **La prima grande sfida è quella tecnologica**. La Cina non è in grado di produrre i propri microchip per computer. Non posso immaginare che la Cina pensi di poter vincere una guerra quando è fortemente dipendente dall’importazione di semiconduttori. Pertanto, la tecnologia è un ostacolo importante all’invasione cinese di Taiwan e alla convinzione della Cina che possa prevalere in una simile guerra. **La seconda grande sfida è quella energetica**. Anche senza una guerra in corso, il governo cinese si trova in difficoltà a gestire la fornitura e i prezzi dell’energia. Non oso immaginare che cosa accadrebbe in caso di una guerra, con le forniture di energia in picchiata a causa degli embarghi commerciali. Le forze armate cinesi e il Paese nel suo complesso ne risulterebbero strangolati.

“Credo che l’attuale contesto richieda portafogli più conservativi, una maggiore allocazione alla liquidità.”

In sintesi, **ci sono chiari segnali di un rallentamento dell’economia cinese**. Ma considerato che ci troviamo in un periodo critico, con l’avvicinarsi del Congresso Nazionale del Partito Comunista del 2022, **il rallentamento potrebbe stimolare un cambio di rotta politico**, anche rappresentato solamente dall’aggiustamento di alcune politiche economiche. Al contempo, **la Cina sta cercando di affrontare il problema delle disuguaglianze**; tuttavia, il rischio è che gli sforzi fatti da Pechino e le sue politiche in continuo cambiamento possano minare la fiducia e portare il settore privato a percepire che l’efficienza e la vivacità dell’economia cinese potrebbe essere in pericolo. Anzi, i rischi potrebbero continuare ad accrescere e finire per creare dubbi sull’innovazione e sulla cultura dell’impresa in Cina; ma queste sono preoccupazioni di più lungo periodo. Nel breve termine, **non credo che la Cina voglia né far scoppiare, né contribuire a creare, bolle speculative. Questa è la lezione più importante appresa dai funzionari cinesi nell’assistere all’esperienza giapponese**. Sono due gli aspetti chiave: in primo luogo, l’inflazione delle quotazioni delle attività in Giappone era molto elevata negli anni ‘80; secondo, e per certi versi più importante, la Banca Centrale fece scoppiare la bolla già nei primi anni ‘90, e nei decenni che seguirono la performance dell’economia giapponese e dei suoi mercati finanziari fu molto scarsa. Oltre a tutte queste considerazioni, credo sia importante **osservare i segnali di un miglioramento dei rapporti tra gli Stati Uniti e la Cina nel breve termine, uno sviluppo che tornerebbe a vantaggio di entrambe le parti**.

Per concludere, **il mio parere sull’asset allocation è che le valutazioni siano attualmente elevate, con molte incertezze che gravano sulla condotta delle politiche fiscali americane. Credo che l’attuale contesto richieda portafogli più conservativi, una maggiore allocazione della liquidità e, soprattutto, un’esposizione più cauta al comparto azionario**. È probabile che la politica monetaria negli USA diventi più restrittiva. Per quanto riguarda il dollaro USA e le valute emergenti, **credo che probabilmente il dollaro USA si apprezzerà ulteriormente**, in linea con la politica USA meno accomodante. ■

Tavola
Rotonda

Ci sono ulteriori considerazioni sull'inflazione?

Dino Kos: Parlando di inflazione e della dualità rappresentata da lavoro e capitale, dobbiamo tenere presente che questi fattori operano su orizzonti temporali diversi.

La contrapposizione tra lavoro e capitale è un concetto molto ampio e di lenta evoluzione, che richiede decenni per dipanarsi. Non è un qualcosa che impatterà le azioni o le obbligazioni un certo giorno o in una determinata settimana; è più qualcosa su cui ragionare con il senno di poi.

L'inflazione, e in particolare i picchi che stiamo osservando attualmente, è piuttosto un fattore di medio termine, di natura più ciclica. E se è probabile che questi picchi si stabilizzino e comincino a recedere nei prossimi trimestri, **l'inflazione farà comunque molto rumore perché costringerà le Banche Centrali a rendere noti i propri piani.** Le Banche Centrali dovranno recedere da alcuni dei loro piani più aggressivi ed è probabile che per certi versi alcuni banchieri centrali stiano cercando di auto-convincersi che l'inflazione sia effettivamente transitoria - secondo il principio che se ripeti a te stesso un concetto un numero sufficiente di volte, quel concetto diventerà vero. Questo significa che se l'inflazione continuerà effettivamente a salire allo stesso ritmo nei prossimi mesi, potrebbe esserci una svolta improvvisa. Se fossi fortemente investito in asset class di rischio, sarei molto preoccupato di questo, perché potrebbe creare forte volatilità nel breve periodo. ■

È lecito dire che l’Eurozona abbia spinto troppo sulla ‘transizione ecologica’, generando la crisi energetica auto-inflitta di cui si è parlato? Sarà lo stesso per gli Stati Uniti? Può darsi che le transizioni ecologiche siano semplicemente troppo costose?

Dino Kos: Per quanto riguarda la transizione verde degli USA, ritengo che il Paese sia sulla strada giusta e che andrà avanti in questa direzione.

Mi hanno parecchio colpito gli annunci di programmi di sviluppo molto aggressivi di veicoli elettrici da parte dei produttori USA, soprattutto considerato che i tre colossi americani dell’auto - GM, Ford e Chrysler - hanno storicamente mostrato resistenza verso tali innovazioni. Probabilmente hanno cambiato radicalmente idea alla luce dell’incredibile successo di Tesla, che oggi vale più di tutti gli altri produttori di automobili americani presi insieme.

Pertanto, la ‘transizione ecologica’ negli USA sta prendendo piede a partire dall’industria dell’auto ed è chiaramente guidata da considerazioni commerciali, piuttosto che da un indirizzo del governo.

Esiste anche una spinta verso la ‘transizione ecologica’ in diversi Stati dell’Unione, sul fronte dell’energia e delle diverse fonti di produzione. Anche in questo caso i *driver* principali sono le forze di mercato. Per esempio, l’impennata dei prezzi del carbone rispetto al costo del gas naturale sta determinando un processo di transizione a vantaggio di quest’ultima fonte di energia.

Benché sia vero che questo tipo di transizione comporta un costo elevato nel breve termine, non credo che il *trend* verso un futuro più ‘verde’ sia destinato a cambiare.

Eric Chaney: Per quanto riguarda la crisi energetica ‘auto-inflitta’ in Europa, non si tratta di essere ‘troppo verdi’. Il problema sta piuttosto nel modo in cui vengono implementate tali transizioni. **Questo è un problema in Germania in particolare, con la decisione di chiudere le centrali nucleari del Paese, che ha seminato l’attuale crisi che si sta estendendo in tutta Europa.**

Ma la transizione è in corso e continuerà. La domanda di elettricità crescerà molto e rappresenterà un tema fondamentale. Quanto detto da Dino sui produttori di auto americani vale anche per l’industria automobilistica europea: tutti i produttori sono impegnati nel passaggio alla produzione di veicoli elettrici. Naturalmente, il fatto è che se hai veicoli elettrici, devi avere anche a disposizione l’energia per farli viaggiare - e non si sta facendo abbastanza per garantire forniture sufficienti. ■

È possibile che l'attuale impasse politica negli USA sulle due manovre chiave di Biden possa impattare le decisioni della Fed nel breve periodo? Per esempio, la Fed potrebbe decidere di posticipare la rimozione dello stimolo alla luce delle incertezze all'interno del Partito Democratico?

Dino Kos: Nel Congresso USA stanno litigando sull'ordine in cui verranno approvati i diversi disegni di legge messi in campo dall'amministrazione Biden (i due pacchetti dal valore rispettivamente di un trilione di dollari e di 3,5 trilioni di dollari), con minacce e controminacce da ambo gli schieramenti sul limite del debito e il rischio di *default*. Sono in buona parte cose da ignorare - vicende normali nella vita parlamentare americana, che rientrano in una politica del rischio calcolato, ma che alla fine verranno risolte. Potrebbero esserci un paio di giorni di 'chiusura' del governo; questo comporterà semplicemente la chiusura dei parchi nazionali e di alcuni uffici governativi. I titoli dei media fanno molta più paura della realtà.

Dubito che questa situazione possa influenzare la Fed. La Banca Centrale americana si sta preparando a ridurre gli acquisti di titoli - è questo il '*tapering*'. **Non c'è alcuna indicazione che la Fed voglia cominciare ad alzare i tassi nel prossimo futuro; semplicemente non è qualcosa che potrà accadere nei prossimi 12 mesi. Al momento, il punto non è ridurre il bilancio, ma solo acquistare meno titoli. Dal punto di vista del mercato, è l'effetto della seconda componente che si fa sentire, e che potrebbe avere un impatto anche mentre la Fed continua ad acquistare titoli. ■**

Quando cominceranno a farsi sentire gli effetti dei due pacchetti fiscali USA sull'economia ?

Dino Kos: Il primo passo è riuscire a farli approvare, e sembra che le cose stiano andando in quella direzione. Per quanto riguarda il piano infrastrutturale, pare che tutti siano d'accordo che varrà poco più di un trilione di dollari americani. L'altro piano, che inizialmente doveva avere un valore di ben cinque trilioni di dollari è proprio ora oggetto di negoziazioni al ribasso, dovute all'opposizione dei repubblicani e ad alcune resistenze anche tra gli stessi democratici moderati.

Una volta approvate queste manovre, parte della spesa verrà attivata immediatamente perché alcune loro componenti - quali le misure fiscali - saranno retroattive. Naturalmente ci vorrà più tempo perché anche le misure infrastrutturali comincino ad avere un impatto, dato che stiamo parlando di progetti per la costruzione di strade, ponti e connessioni a banda larga. Pertanto, **credo che l'impatto comincerà a farsi sentire nel 2022 e continuerà poi nei prossimi anni.**

Non dobbiamo dimenticare che il livello di spesa, che partirà da una base più alta di quella attuale, aumenterà per poi stabilizzarsi con il passare del tempo. Non ci saranno altri grandi piani di spesa nei tre anni seguenti. È tutto qui. ■

E se la crescita USA dovesse cominciare a rallentare? La Fed potrà operare una stretta?

Dino Kos: La risposta è 'probabilmente no'. La Fed indubbiamente comincerà a ridurre gli acquisti e potrebbe anche cominciare a ridurre le dimensioni del proprio bilancio a un certo punto. **Tuttavia, non vedo come la Fed possa tirarsi fuori dal dilemma dei tassi d'interesse a zero nel prossimo futuro.** Se l'economia dovesse dare qualche segnale di rallentamento, o se dovesse insorgere volatilità sui mercati, la Fed si farà probabilmente molto timida nel pensare di azionare verso l'alto la leva dei tassi di interesse. ■

In Europa i salari non stanno ancora crescendo. È un aspetto significativo, che la BCE potrà prendere in considerazione nel decidere se confermare o meno le sue attuali previsioni sui tassi d'interesse?

Eric Chaney: Questo è uno degli aspetti chiave. Non esiste un mercato del lavoro dell'area Euro. In alcuni Paesi, quali la Germania, i salari stavano crescendo già prima della crisi del Covid e stanno accelerando nuovamente ora. È probabile che sarà così anche in Francia prima o poi, vista la discesa molto rapida del tasso di disoccupazione nel Paese.

Tuttavia, sappiamo che la curva di Phillips, fintanto che esiste, si è molto appiattita a causa dei cambiamenti nella composizione del lavoro - laddove esiste una quota più elevata di quelli che gli economisti chiamano posti di lavoro 'fluidi' e meno impieghi di 'routine'.

Come ho detto in precedenza, è in corso un rallentamento, ma non durerà; credo che si sia trattato di uno *shock* e che la crescita riprenderà con forza l'anno prossimo, allorché i prezzi energetici cominceranno a scendere, favorendo un aumento dei salari. **Vedo aumenti salariali all'orizzonte nel 2022. Nel frattempo, il potere di acquisto dei consumatori non verrà intaccato.** ■

Quale target prevedete per il cambio EUR/USD?

Eric Chaney: Vedo il dollaro USA in rafforzamento, con *target* 1,10.

Jiming Ha: Non ho un *target* specifico, ma **credo che il dollaro si possa apprezzare contro l'euro** per via della ripresa più forte negli USA in termini relativi e della svolta di politica monetaria della Fed, che arriverà prima di quella della BCE.

Dino Kos: Il dollaro si rafforzerà leggermente contro l'euro. ■

Eurizon Advisory Board



Dino
Kos

Dino Kos, già Responsabile “Mercati” presso la Federal Reserve Bank di New York, è Vice Presidente Esecutivo presso CLS Bank International, New York. Nel 2011 è stato co-fondatore di Hamiltonian Associates Ltd. New York, una società specializzata nella consulenza su temi macroeconomici. Ha lavorato presso Hamiltonian Associates tra il 2011 e il 2013, offrendo consulenza a hedge fund, fondi comuni e altri investitori su ciclo economico, valute e mercati obbligazionari. In precedenza, Dino Kos è stato Direttore Generale di Portales Partners LLC New York (2008 – 2011) e Direttore Generale e Direttore Globale del dipartimento “Banche Centrali e fondi sovrani” di Morgan Stanley Investment Management Hong Kong (2007 – 2008). Tra il 1985 e il 2007 ha lavorato presso la Federal Reserve Bank of New York dove nel 2001 è diventato Vice Presidente Esecutivo del “Markets Group”. ■



Eric
Chaney

Eric Chaney è consulente su temi macroeconomici e geopolitici presso Institut Montaigne e tramite la sua società, EChO. È stato Capo Economista Globale del Gruppo AXA dal 2008 al 2016. Tra il 2000 e il 2008 è stato Capo Economista per l'Europa presso Morgan Stanley, dove era entrato nel 1995. Precedentemente è stato a capo del dipartimento Previsioni dell'istituto statistico francese INSEE e responsabile delle previsioni e analisi economiche globali del Ministero del Tesoro francese. È membro del Comitato Scientifico dell'Autorità di supervisione dei Mercati Francesi (AMF). Dal 2014 è vicepresidente del Consiglio di Amministrazione di IHES (Institut des Hautes Etudes Scientifiques). ■



Jiming
Ha

Jiming Ha è Visiting Professor presso la Darden Business School della University of Virginia e consigliere di amministrazione indipendente di Lufax China. Nel 2018 è stato Senior Fellow del forum China Finance 40. Entrato a far parte di Goldman Sachs in qualità di Managing Director nella divisione Investment Banking Services nel 2010, è stato da allora e fino al 2017 Vicepresidente e Capo Investment Strategist dell'Investment Strategy Group for Private Wealth Management (PWM), specializzato in ricerca macroeconomica sulla Cina. Precedentemente, è stato capo economista della China International Capital Corporation dal 2004 al 2010 e Senior Economist presso il Fondo Monetario Internazionale (FMI) dal 1993 al 2004. Tra il 2001 e il 2003 ha inoltre lavorato presso la Hong Kong Monetary Authority all'interno del Fondo Monetario Internazionale (FMI) e dal 1999 al 2001 è stato rappresentante dell'FMI in Indonesia. ■

A white rectangular box with a thick orange border, containing the word 'Disclaimer' in a bold, italicized, dark green serif font.

Disclaimer

Nulla del contenuto del presente documento deve essere inteso come ricerca in materia di investimenti o come una comunicazione di marketing né una raccomandazione o suggerimento, implicito o esplicito, rispetto ad una strategia di investimento avente ad oggetto gli strumenti finanziari o emittenti strumenti finanziari né come una sollecitazione o offerta, né come consulenza in materia di investimenti, legale, fiscale o di altra natura. Le informazioni vengono aggiornate su base trimestrale.

Le opinioni, previsioni o stime contenute nel presente documento sono formulate con esclusivo riferimento alla data di redazione, e non vi è alcuna garanzia che i risultati o qualsiasi altro evento futuro saranno coerenti con le opinioni, previsioni o stime qui contenute. ■

Eurizon Capital SGR S.p.A.

Sede Legale: Piazzetta Giordano dell'Amore, 3 - 20121 Milano - Italia

Tel. +39 02 8810.1 - Fax +39 02 8810 65 00

Capitale sociale eur 99.000.000,00 i.v. - Codice Fiscale e n. Iscrizione Registro Imprese di Milano 04550250015 - Società partecipante al Gruppo IVA "Intesa Sanpaolo", Partita IVA 11991500015 (IT11991500015) - Iscritta all'Albo delle SGR, al n. 3 nella Sezione Gestori di OICVM e al n. 2 nella Sezione Gestori di FIA - Società soggetta all'attività di direzione e coordinamento di Intesa Sanpaolo S.p.A. ed appartenente al Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, iscritto all'Albo dei Gruppi Bancari. Socio Unico: Intesa Sanpaolo S.p.A. – Aderente al Fondo Nazionale di Garanzia