

OSSERVATORIO
MERCATI

mediolanum BANCA

SETTEMBRE

2021



INDICE

WHAT'S UP _____ 3

UN'ESTATE CALDA PER L'AZIONARIO...CON ALCUNE ECCEZIONI _____ 3

MERCATI OBBLIGAZIONARI RELATIVAMENTE TRANQUILLI _____ 4

LE MATERIE PRIME RALLENTANO ANCHE GRAZIE AL DOLLARO _____ 5

WHAT'S NEW _____ 6

UNA STAFFETTA VINCENTE _____ 6

UNA CONTINUA SORPRESA _____ 6

DA BOLLENTE A CALDO _____ 7

TRANSITORIA O DURATURA? IL DILEMMA DELL'ANNO _____ 8

BANCHE CENTRALI VERSO UNA CHIUSURA MOLTO GRADUALE DEI RUBINETTI _____ 8

WHAT'S NEXT _____ 10

PROSPETTIVE ANCORA FAVOREVOLI _____ 10

RICCIOLI D'ORO E TINA SONO ANCORA LE PROTAGONISTE _____ 10

UN SALTO DI QUALITÀ STRUTTURALE _____ 11

LO SPECIALE _____ 12

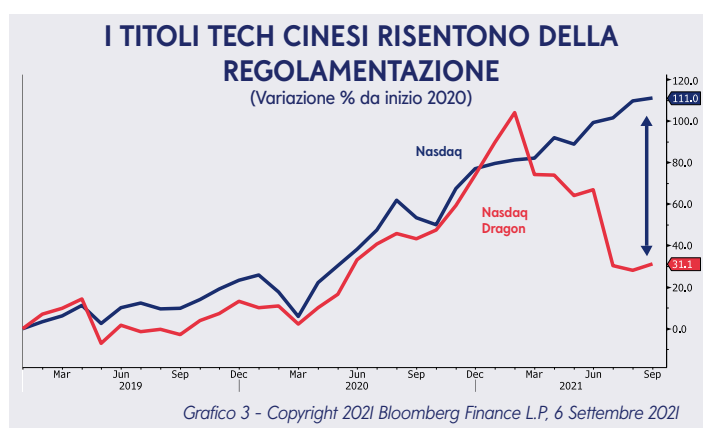
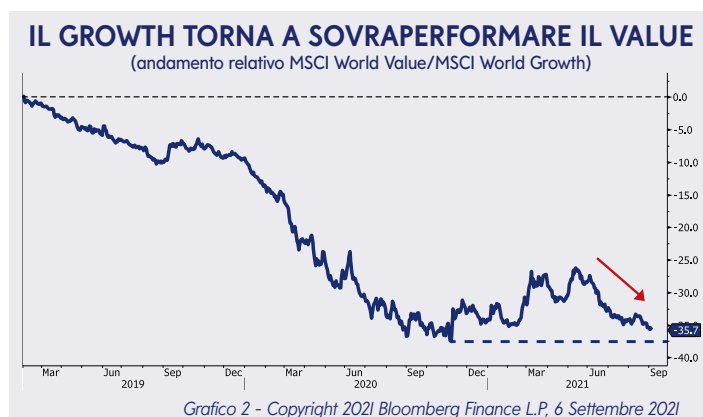
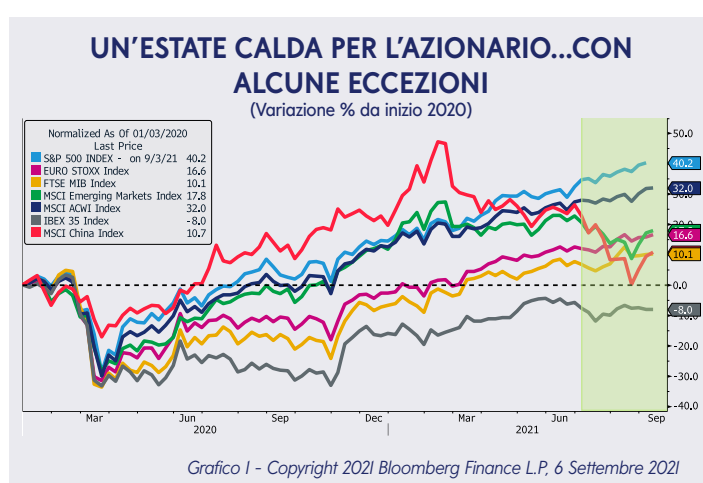
WHAT'S UP

Nei mesi estivi abbiamo assistito a molteplici eventi che hanno generato movimenti talvolta eterogenei tra asset class, senza tuttavia alterare l'impostazione estremamente positiva dei mercati azionari: da un lato gli ottimi risultati delle semestrali, uniti ai forti rialzi dei PIL nazionali nel 2°trimestre; dall'altro la stretta regolatoria in Cina, di concerto con l'espansione della variante Delta e le mosse attese delle Banche Centrali.

UN'ESTATE CALDA PER L'AZIONARIO...CON ALCUNE ECCEZIONI

A livello aggregato, i listini azionari hanno continuato a generare forti ritorni per gli investitori (l'MSCI World ha segnato +4,5% da inizio luglio), registrando ripetutamente nuovi massimi (Grafico 1). L'andamento è stato tuttavia differente sia a livello di aree geografiche che di specifici settori. Negli Stati Uniti e in Europa è proseguito il rialzo che ha contraddistinto finora il 2021, con una performance nei mesi di luglio e agosto pari al 4,8% per lo S&P 500 e al 3,7% per l'Eurostoxx 50. Da notare come gli USA siano tornati a sovraperformare il Vecchio Continente nel periodo: ciò è stato dovuto prevalentemente ai maggiori progressi dello stile growth (+6,7% per l'indice MSCI Growth) rispetto al value (+1,9% l'MSCI Value), giustificato dai nuovi timori legati alla variante Delta (Grafico 2), che hanno impattato sui titoli legati alle riaperture (c.d. "Reopening trade"). In questo contesto, i titoli tecnologici hanno fatto segnare forti rialzi, come dimostrato dal Nasdaq, che nel mese di agosto ha ritoccato più volte i massimi storici, registrando un avanzamento del 5,8%.

Situazione diversa in Cina, dove l'ondata di nuove regolamentazioni in diversi settori ha causato un ritracciamento dei listini - con cali compresi tra il 6 e il 9% per le borse di Shanghai e Hong Kong - che hanno condizionato l'intera area asiatica, già gravata da vari lockdown contro la pandemia. Tra i settori più colpiti rientra quello tecnologico, che coinvolge in maniera rilevante anche i titoli quotati su borse estere ma con business concentrati in Cina, come nel caso del Nasdaq, il cui sottoindice legato al mercato cinese (Nasdaq Dragon) risulta non a caso in netta controtendenza rispetto all'andamento generale (Grafico 3).



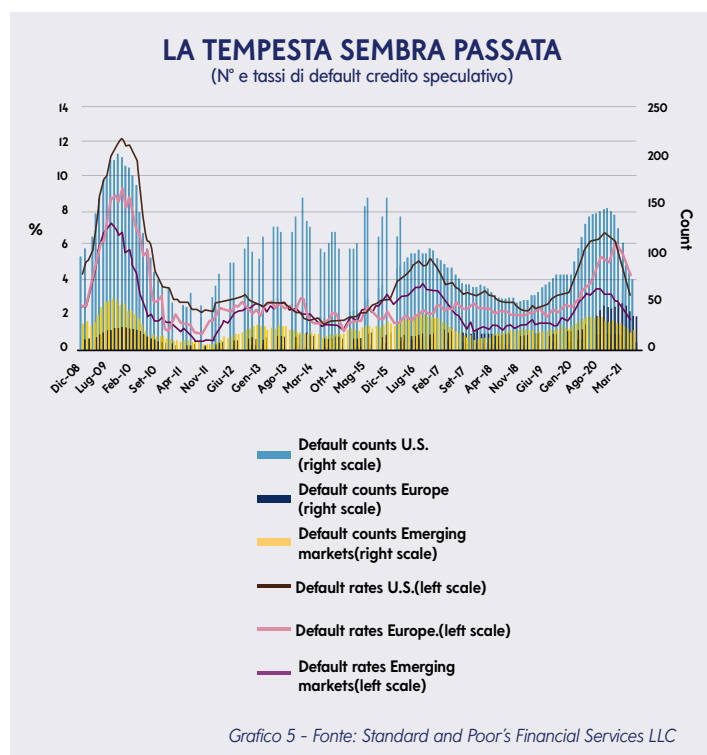
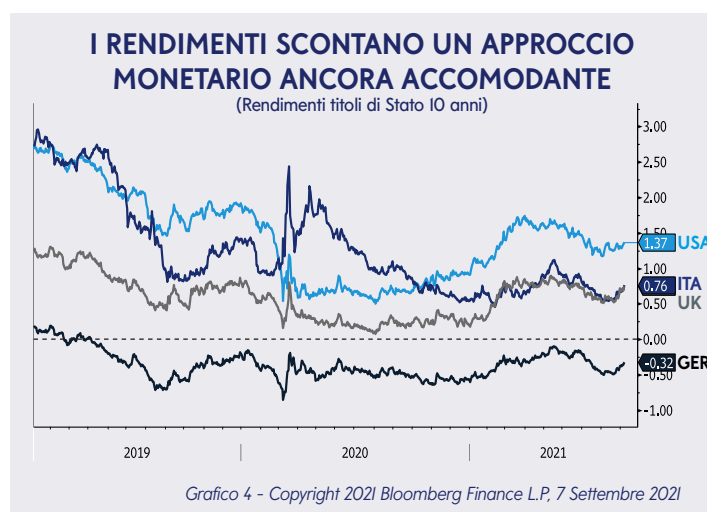
MERCATI OBBLIGAZIONARI RELATIVAMENTE TRANQUILLI

Ad agosto i mercati obbligazionari, e in particolare quelli governativi, sono stati condizionati principalmente dalle attese da parte degli investitori circa il consueto incontro di Jackson Hole, durante il quale il Governatore della Fed, Powell, ha annunciato effettivamente un probabile avvio della riduzione degli acquisti di titoli entro fine anno (c.d. "tapering"). Essendo ampiamente atteso, l'annuncio non ha generato grandi movimenti sui titoli di Stato USA, con il decennale che è rimasto intorno quota 1,30% e l'intera curva dei rendimenti ha visto un leggero appiattimento rispetto luglio (Grafico 4).

Sicuramente la capacità di Powell di scollegare la riduzione degli acquisti da un possibile rialzo dei tassi, unita ad aspettative di inflazione ben ancorate nel medio-periodo, ha consentito di evitare forti movimenti nel mercato dei bond.

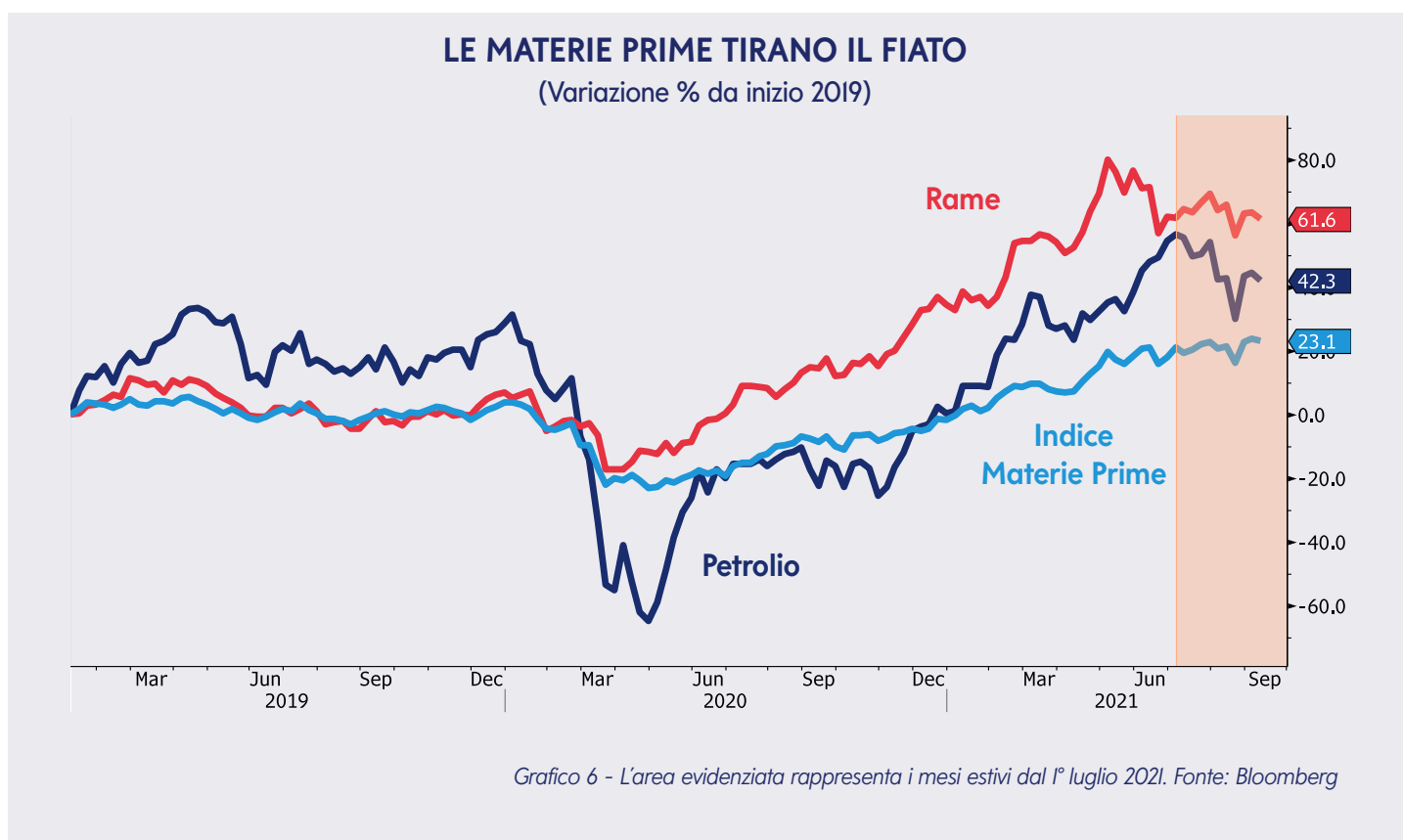
In Europa, dopo una compressione dei rendimenti favorita dalle rassicurazioni della BCE - anche tramite la neo annunciata [strategy review](#) - i dati di inflazione di fine agosto, in netto rialzo, hanno generato una lieve inversione di tendenza, in anticipazione di una eventuale revisione del PEPP (Pandemic Emergency Purchase Program). In ogni caso, non si rilevano tensioni particolari sui titoli periferici, con lo spread tra BTP e Bund solo in leggero aumento e che rimane vicino ai 100 punti base, anche grazie all'approvazione degli ingenti piani fiscali finanziati tramite il Recovery Fund.

Nel settore high yield, gli spread di credito si mantengono sui minimi, traendo vantaggio anche da una volatilità contenuta sui mercati finanziari, con il VIX che fa segnare i valori più bassi del 2021. Altro fattore di indubbio supporto è il miglioramento dei fondamentali societari, come ben rappresentato dalla netta discesa dei default, ossia dei fallimenti societari, osservata dopo il picco del 2020: da inizio anno il loro numero si attesta sui minimi dal 2018, con tassi di default a 12 mesi rolling in calo in tutte le aree (Grafico 5).



LE MATERIE PRIME RALLENTANO LA CORSA ANCHE GRAZIE AL DOLLARO

Le prospettive sul processo di tapering della Fed hanno avuto effetti anche sul dollaro, che ha visto un rafforzamento rispetto a tutte le valute principali. Nel mese di agosto infatti il cambio euro/dollaro è sceso sotto la soglia di 1,17, sui minimi del 2021, salvo poi ritracciare parte del movimento a seguito del messaggio complessivamente dovish della Fed e in anticipazione di eventuali prossime mosse anche da parte della BCE. L'andamento estivo del dollaro ha permesso alle materie prime di "tirare il fiato" (Grafico 6), dopo i forti rialzi dell'anno: tale assestamento si è verificato sia sui materiali di base, con il rame che ha visto un periodo di lateralizzazione, sia sulle materie prime energetiche. Tra queste ultime è da segnalare il calo del prezzo del greggio, guidato dai rischi generati dalla variante Delta sul commercio e sui trasporti, con il contratto WTI che ha visto una correzione fino al 15% dai valori di giugno, poi parzialmente compensata a fine agosto dalla decisione dell'Opec+ di non accelerare il ritmo di aumento della produzione già stabilito nei mesi scorsi e da eventi transitori, come gli effetti dell'uragano Ida negli USA.



WHAT'S NEW

UNA STAFFETTA VINCENTE

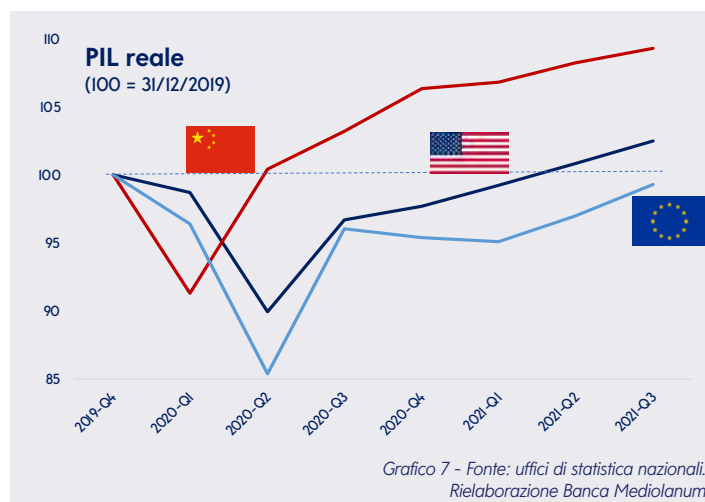
L'economia globale è cresciuta a livello aggregato ad un ritmo particolarmente brillante negli ultimi trimestri, beneficiando del traino proveniente a fasi alterne da diverse aree geografiche (vedi tabella): la Cina ha svolto un ruolo centrale nel 2020, rimbalzando per prima e riuscendo a colmare più velocemente di tutti gli altri Paesi le perdite economiche, grazie ad un efficace contenimento della prima ondata pandemica, ai supporti monetari e fiscali adottati dalle autorità e alla forza dell'export. Il testimone è stato poi raccolto dagli Stati Uniti, dove il rapido avvio della campagna vaccinale e gli straordinari stimoli fiscali del Governo hanno attutito notevolmente l'impatto della seconda ondata, consentendo il proseguimento e il completamento della ripresa. L'Europa non è stata inizialmente altrettanto "fortunata", accusando un nuovo - sebbene molto più leggero - contraccolpo economico a cavallo tra il 2020 e il 2021; tuttavia, con l'accelerazione delle campagne vaccinali e l'avvio delle riaperture, è riuscita a sua volta a recuperare rapidamente terreno, superando anche gli Stati Uniti in termini di crescita trimestrale nel secondo trimestre del 2021 (+8% annualizzata) e apprestandosi a chiudere il divario col livello di PIL pre-covid entro la fine di quest'anno (Grafico 7).

CRESCITA PIL REALE
(DATO TRIMESTRALE ANNUALIZZATO)

	4Q '20	1Q '21	2Q '21	3Q '21*
Globale	7,9	3,8	5,0	5,7
USA	4,5	6,3	6,6	6,9
Eurozona	-2,4	-1,2	8,0	9,2
Italia	-7,2	0,8	10,8	8,0
Cina	12,0	1,6	5,2	4,4

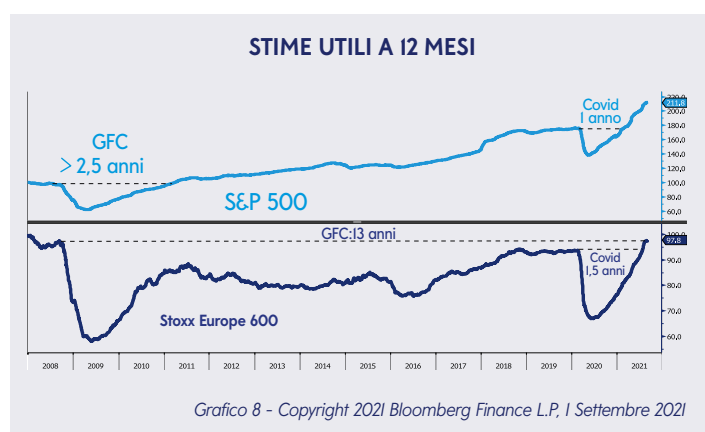
*Stime

Tabella 1 - Fonte: Uffici di statistica nazionali, Bloomberg Economics, JP Morgan Research

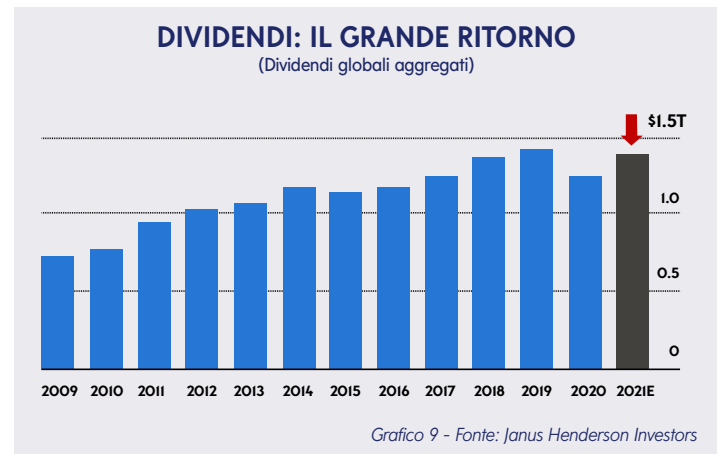


UNA CONTINUA SORPRESA

Tale recupero si è riflesso chiaramente anche sugli utili societari, che hanno stabilmente e notevolmente battuto le attese degli analisti negli ultimi trimestri, portando a solide revisioni al rialzo delle attese sugli utili futuri e rappresentando uno dei principali fattori di supporto per i mercati azionari. Solo per citare qualche numero della più recente reporting season (quella del secondo trimestre), ben l'88% delle società dello S&P 500 ha riportato utili superiori alle previsioni (Grafico 8), con una crescita aggregata media del 95% rispetto allo stesso periodo del 2020. In Europa queste cifre si attestano rispettivamente al 64% e al +152% (indice Stoxx Europe 600).



Non solo le società sono tornate a fare utili, ma sono anche tornate a distribuire dividendi: l'84% delle aziende mondiali nel secondo semestre ha infatti mantenuto o aumentato i dividendi distribuiti e si stima che a livello globale sarà raggiunto un totale di quasi l'400 miliardi di dollari entro fine anno, il secondo miglior dato della storia dopo il 2019 (Grafico 9).



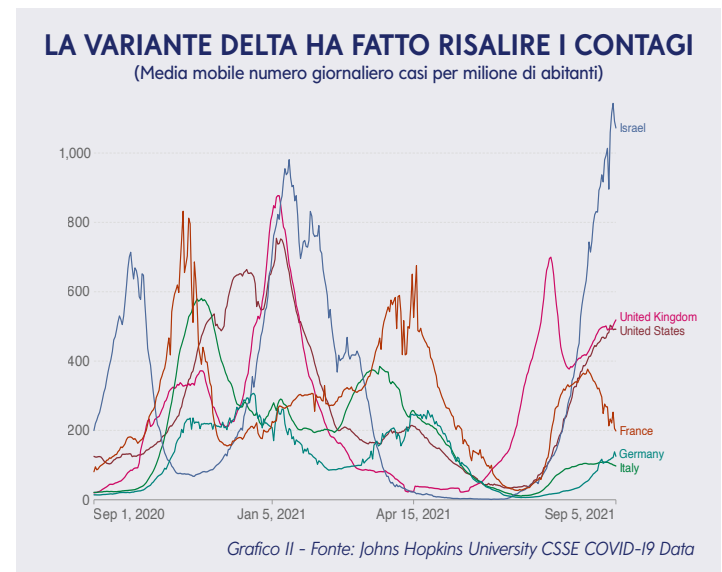
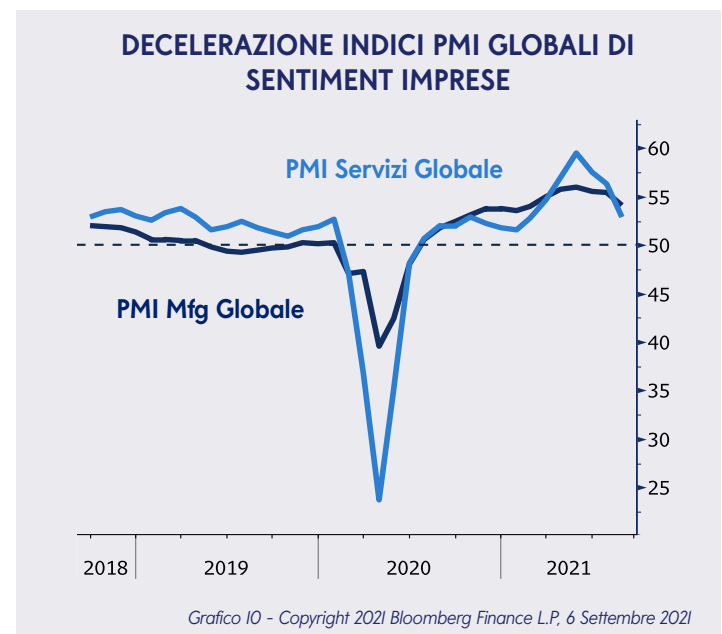
DA BOLLENTE A CALDO

Nel corso dei mesi estivi sono giunti, tuttavia, alcuni segnali di decelerazione della crescita - come l'affievolimento degli indici di fiducia di imprese e consumatori (Grafico 10) e la frenata delle vendite al dettaglio USA - attribuibili ad una concomitanza di fattori, tra cui:

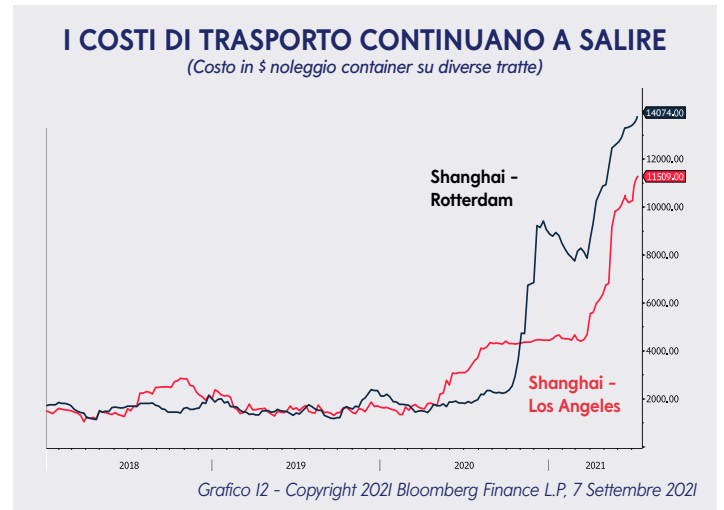
- **La variante Delta:** con la sua maggior trasmissibilità, ha messo in difficoltà anche Paesi che erano riusciti a tenere sotto controllo le ondate precedenti, come quelli asiatici, e causato un ritorno di contagi in Europa, Stati Uniti e altri Paesi con elevati tassi di vaccinazione, inclusa Israele (Grafico 11). Ciò ha rallentato il recupero dei consumi e in particolare il ripristino della spesa in servizi, che comunque rimane in corso nelle principali economie.

- **Il rallentamento in Cina:** dopo il rimbalzo del 2020, negli ultimi mesi la crescita cinese si è attenuata, complice la riduzione dell'impulso creditizio e fiscale da parte delle autorità alla luce del recupero già realizzato e, più recentemente, la reintroduzione di misure restrittive localizzate in risposta a nuovi contagi di coronavirus e la stretta regolamentare che ha colpito soprattutto alcuni settori.

- **Il protrarsi dei colli di bottiglia nelle catene produttive:** la scarsità di componenti e l'aumento dei tempi/costi di trasporto delle merci (Grafico 12) si stanno rivelando più duraturi del previsto e sono peraltro correlati ai due fattori precedenti, visto, ad esempio, che in Cina alcuni porti sono stati temporaneamente chiusi a causa di contagi da covid-19, accentuando il problema della logistica. Queste limitazioni si stanno insomma trasformando da "effetto collaterale" della ripresa a freno per l'aumento della produzione, per il ripristino delle scorte e in parte anche per la domanda (visto l'aumento dei prezzi che ne consegue), in una sorta di un meccanismo "autoregolante" dell'economia.

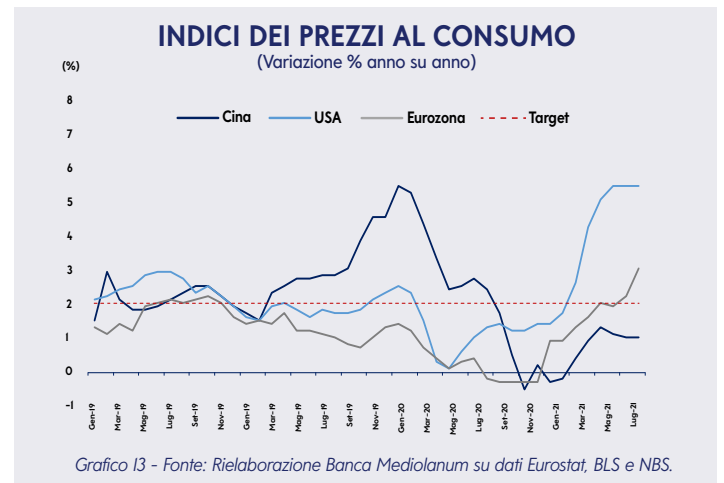


Al di là dei fattori appena descritti, è opportuno comunque sottolineare che una moderazione dei tassi di crescita - superata la fase iniziale di rimbalzo che abbiamo vissuto negli ultimi mesi - va anche considerata come fisiologica e perfino auspicabile. Una crescita globale media superiore al 5% è infatti qualcosa di certamente straordinario, ma allo stesso tempo frutto di circostanze eccezionali e decisamente poco sostenibile, considerato che le stime collocano intorno al 3-3,5% la crescita globale potenziale (ossia quella sostenibile in base alle risorse a disposizione). Non a caso, questo "surriscaldamento" economico ha dato origine nei mesi passati agli "effetti collaterali" già citati: carenze di componenti, colli di bottiglia nelle catene produttive globali, pressioni al rialzo sui prezzi.



TRANSITORIA O DURATURA? IL DILEMMA DELL'ANNO

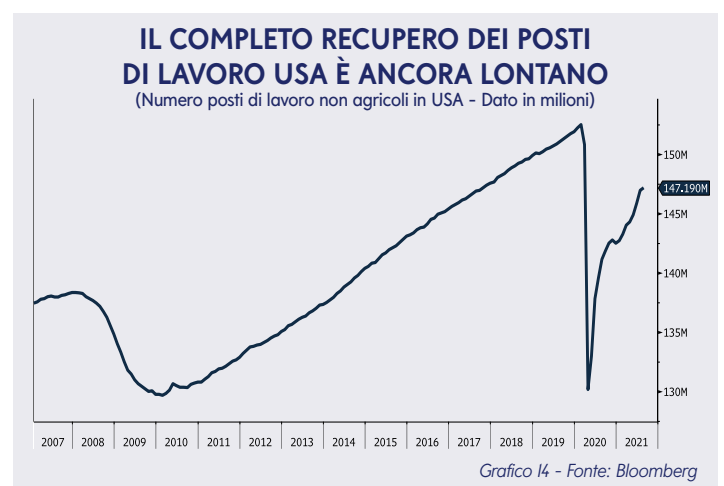
E proprio l'aumento dei prezzi, o meglio, la natura transitoria o duratura della crescente inflazione osservata nell'ultimo periodo (Grafico 13), rimane uno degli argomenti più dibattuti tra gli economisti: negli USA il CPI (*Consumer Price Index*) è salito del 5,4% su base annua per due mesi consecutivi, a giugno e a luglio, mentre in Eurozona la stima flash sul mese di agosto (+3% su base annua) rappresenta il dato più elevato dal 2011. Ci sono tuttavia alcune attenuanti: nel primo caso la variazione mensile ha iniziato comunque a ridursi (da +0,9% di giugno a +0,3% di luglio), mentre per quanto riguarda l'Europa il balzo si spiega almeno in parte con un picco nell'effetto base, visto che il minimo di inflazione del 2020 era stato toccato intorno a questo periodo, alcuni mesi più tardi rispetto agli USA. L'inflazione core (quella di base, depurata da prezzi energetici e alimentari) rimane inoltre sotto il 2% nell'area euro (1,6%).



BANCHE CENTRALI VERSO UNA CHIUSURA MOLTO GRADUALE DEI RUBINETTI

In ogni caso, sia la Fed che la BCE stanno confermando un'interpretazione per lo più transitoria del fenomeno, pur riconoscendo che, anche superata questa fase "anomala", l'inflazione potrebbe assestarsi su un livello medio un po' più elevato rispetto a quello osservato negli ultimi anni, un risultato peraltro a lungo auspicato.

Il messaggio è stato ribadito da Powell anche al simposio di Jackson Hole, che come di consueto è stato l'occasione per anticipare qualche novità negli orientamenti di politica monetaria, in questo caso il probabile avvio del *tapering* -ossia della riduzione degli acquisti del QE, attualmente pari a \$120 mld al mese - entro fine anno, considerati i sostanziali progressi realizzati sul fronte dell'inflazione e i chiari miglioramenti anche nel mercato del lavoro.



Tuttavia, la Fed manterrà un atteggiamento cauto e flessibile, soprattutto alla luce della recente diffusione della variante Delta, che andrà attentamente monitorata come potenziale fattore di rischio.

Inoltre, l'aspetto forse più importante e rassicurante per i mercati azionari è stata la netta distinzione tracciata tra tapering e primo rialzo dei tassi: il primo non costituirà un segnale diretto per il secondo, che seguirà una diversa e più stringente valutazione, sia per quanto riguarda l'effettiva stabilizzazione dell'inflazione intorno al 2%, sia - soprattutto - per quanto riguarda la massima occupazione. Quest'ultimo obiettivo, cui la Fed sta evidentemente dando grande enfasi, appare ancora piuttosto lontano: gli occupati sono ancora 5,3 milioni in meno rispetto al livello pre-pandemia (Grafico 14) e l'ultimo rapporto sull'occupazione di agosto ha rivelato, dopo due mesi molto positivi, un progresso notevolmente inferiore alle attese (+235 mila nuovi posti di lavoro contro 733 mila attesi).

Un messaggio ancora più dovish è stato dato dalla BCE alla riunione di settembre: grazie ai progressi realizzati e alla revisione al rialzo delle stime di crescita e inflazione, è stata annunciata una "ricalibrazione" del PEPP verso un ritmo moderatamente più basso degli acquisti rispetto a quello mantenuto nel 2° e 3° trimestre, da non confondersi tuttavia con un tapering, come precisato da Lagarde.

WHAT'S NEXT

PROSPETTIVE ANCORA FAVOREVOLI

Alla luce dello scenario appena descritto, si può affermare che le prospettive per l'economia globale rimangono ampiamente favorevole, nonostante una probabile (ma allo stesso tempo fisiologica) decelerazione della crescita nei prossimi mesi: ciò si sta già in parte intravedendo in Cina e negli USA, e potrebbe seguire a distanza di qualche tempo anche in Europa, dove il rimbalzo è iniziato più tardi. L'espansione economica dovrebbe comunque proseguire a buon ritmo (Grafico 15), supportata da un andamento robusto della spesa da parte dei consumatori, con risparmi accumulati durante la pandemia ancora molto elevati. Inoltre, alcune delle variabili che stanno attualmente frenando l'attività economica potrebbero in qualche misura risolversi nei prossimi mesi:

- **Pandemia:** la variante Delta rimane una delle principali incognite, ma la curva mondiale dei contagi appare in fase di stabilizzazione e le vaccinazioni procedono speditamente in molte aree del mondo, con oltre 40 milioni di dosi al giorno somministrate a livello globale. Fortunatamente, l'efficacia dei vaccini nel contrastare i sintomi più gravi appare in larga misura confermata (Grafico 16), seppur in probabile riduzione nel tempo, motivo per cui molti Paesi si stanno già orientando verso la somministrazione della terza dose.

- **Cina:** a fronte dell'indebolimento osservato di recente, le autorità cinesi hanno lasciato intendere un orientamento più accomodante, anche se verosimilmente mirato, sia per quanto riguarda la concessione di credito, sia relativamente alla politica fiscale. Parallelamente, la stretta regolamentare, dopo le svariate iniziative già annunciate, potrebbe vedere un rallentamento, ma soprattutto risulta funzionale agli obiettivi di lungo termine del Governo circa una crescita di maggior qualità, più equa e sostenibile. Se nel breve l'andamento del mercato cinese e di certi settori specifici potrebbe quindi rimanere volatile, altri settori potrebbero invece beneficiarne, a vantaggio in ogni caso di un contesto macroeconomico auspicabilmente più solido nel lungo termine.

- **Colli di bottiglia:** le limitazioni sul lato dell'offerta dovrebbero via via attenuarsi, riducendo le pressioni sui prezzi e consentendo un aumento della produzione e una ricostituzione delle scorte. Da questo punto di vista è molto interessante osservare come le aziende stiano aumentando gli investimenti proprio per far fronte alle carenze emerse in questi mesi, un fattore senz'altro supportivo nel prosieguo.

LE ASPETTATIVE DI CRESCITA SONO AMPIAMENTE POSITIVE

(Stime crescita FMI per il 2022)

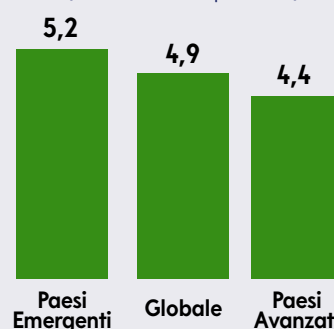


Grafico 15 - Fonte: M-Click da previsioni Fondo Monetario Internazionale WEO Luglio 2021

I VACCINI RIMANGONO ESTREMAMENTE EFFICACI SUI CASI GRAVI

(Media mobile numero giornaliero decessi per milione di abitanti)

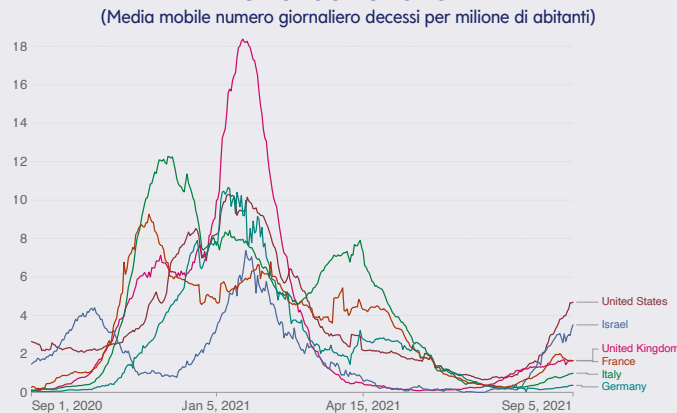
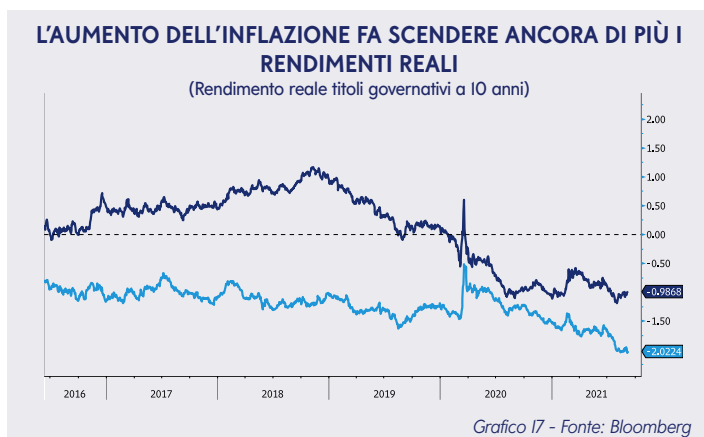


Grafico 16 - Fonte: Johns Hopkins University CSSE COVID-19 Data

RICCIOLI D'ORO E TINA SONO ANCORA LE PROTAGONISTE

Nel complesso, un contesto di crescita positiva ma non troppo elevata, come quello che si prospetta, è considerato generalmente favorevole per i mercati azionari, che possono continuare a beneficiare del miglioramento dei fondamentali senza, al contempo, temere un'eccessiva stretta da parte delle Banche Centrali: un contesto, insomma, alla "Riccioli d'Oro". È vero, infatti, che stiamo andando verso una riduzione degli stimoli monetari, e che ciò potrebbe dare luogo a qualche episodio di volatilità e/o mettere un freno alle valutazioni di mercato, ma l'andamento degli utili dovrebbe comunque sostenere i corsi azionari. Inoltre, la normalizzazione monetaria si preannuncia molto graduale e limitata per ora ai soli acquisti di titoli sul mercato (il QE), non ai tassi d'interesse. In altre parole, anche una volta avviato il tapering, la Fed continuerà ad immettere liquidità sul mercato ancora per diversi mesi - seppur ad un ritmo decrescente - e manterrà, inoltre, i tassi a zero probabilmente fino al 2023 (questo è quanto indicato ad oggi dalla mediana delle proiezioni dei suoi membri). Ancora più lontano nel tempo si profila il primo rialzo dei tassi della BCE.

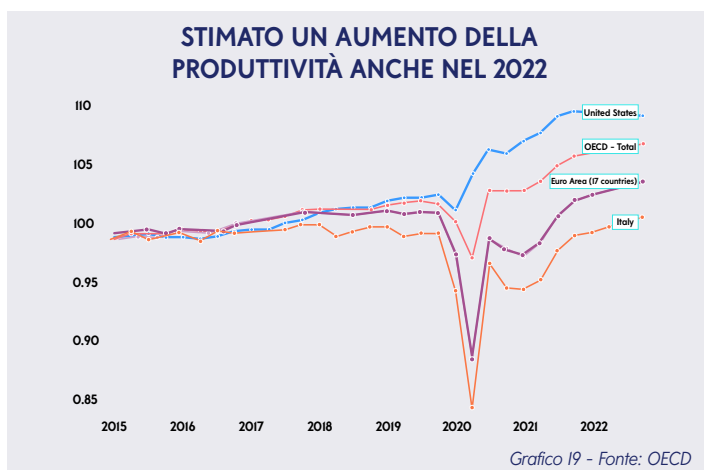
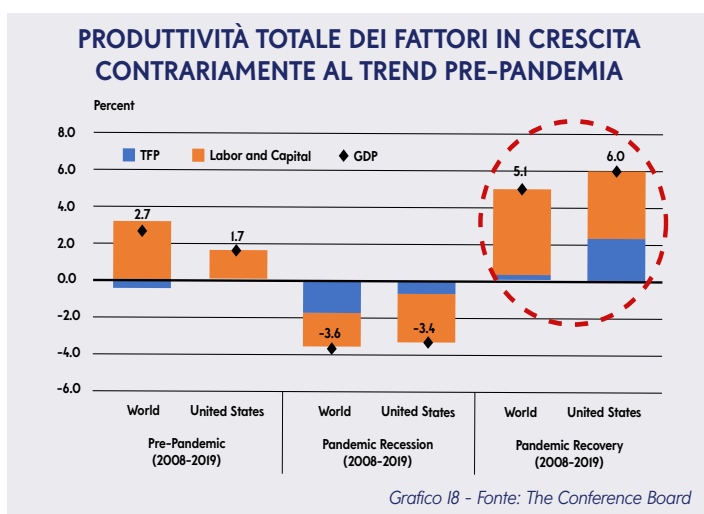
Ne consegue che i rendimenti di mercato potrebbero vedere sì un limitato aggiustamento verso l'alto, mantenendosi tuttavia su livelli in assoluto molto contenuti (addirittura negativi in termini reali) per un periodo di tempo ancora considerevole (Grafico 17), continuando a rappresentare una scarsa alternativa all'azionario (effetto "TINA", *There Is No Alternative*).



UN SALTO DI QUALITÀ STRUTTURALE

Concludiamo ricordando infine l'impatto potenzialmente rivoluzionario di questo ultimo anno e mezzo sulle prospettive di lungo termine dell'economia globale: la pandemia ha svolto un ruolo di acceleratore su alcuni trend (la digitalizzazione, la ricerca di soluzioni innovative, la svolta climatica, ...) che potrebbe non solo compensare, ma addirittura ribaltare i temuti effetti negativi sulla crescita potenziale. Una ricerca recente della [Conference Board](#) statunitense ha effettivamente rilevato come il rimbalzo economico in corso quest'anno si debba non solo al recupero dei posti di lavoro e della capacità produttiva (Grafico 18), ma anche ad una inaspettata crescita della produttività, in controtendenza rispetto agli anni precedenti e attribuibile proprio a questa nuova spinta innovativa. Non solo, ma le [stime OCSE](#) indicano un proseguimento del trend di crescita della produttività anche per l'anno prossimo, limitata non solo agli Stati Uniti, ma anche all'Europa, inclusa l'Italia, dopo anni stagnanti (Grafico 19).

Da questo punto di vista, un ruolo cruciale svolgeranno senz'altro i piani fiscali di rilancio strutturale dei Governi, focalizzati su infrastrutture, digitale, clima e welfare, come il Next Generation EU in Europa e i piani Biden negli USA: questi ultimi, che prevederebbero una spesa di circa 4 mila miliardi di dollari in 8 anni, sono ancora in fase di approvazione, ma potrebbero vedere importanti sviluppi già nel mese di settembre, che andranno monitorati con la massima attenzione.



OSSERVATORIO
MERCATI



**ALLA FIERA
DELL'EST**

ALLA FIERA DELL'EST

Quando nel 2013 la China Shipbuilding Industry Corporation iniziò la progettazione della prima portaerei cinese, ai più accorti, tra Washington e Bruxelles, corse un brivido lungo la schiena: Pechino aveva capitalizzato l'esperienza di rifacimento della portaerei sovietica **Varyag** acquistata segretamente dall'Ucraina nel 1998, ed era divenuta in grado di costruire autonomamente una **superportaerei**.

La **Shandong** venne varata nel 2017, quindi dopo solo 4 anni di lavoro (per un confronto, l'italiana **Cavour**, grande la metà, dalla progettazione al varo ne richiese 7): in un colpo solo Pechino aveva dimostrato di aver colmato buona parte del gap tecnologico con l'Occidente e di ambire ora a diventare una potenza militare di primo livello.

Da lì è stato un crescendo: il **5G** di cui ha settato lo standard, un **programma spaziale** che ha mandato un **rover su Marte** e l'inizio della costruzione di altre due portaerei, di cui una a **propulsione nucleare**. Altro che "mercato da conquistare" o "potenza regionale".

IL BASTONE DELLA STORIA

Tuttavia, tra lobby delle aziende e ironia (in italiano si usa ancora il termine "**cinesata**" per indicare un prodotto di scarsa qualità), per lo più gli Occidentali hanno faticato a rendersi conto delle effettive mire e capacità cinesi. Soprattutto non ne hanno colto la determinazione.

Eppure, il Presidente Xi Jinping non ha mai nascosto i suoi obiettivi; già **nel discorso del suo insediamento**, nel 2012, invita i suoi concittadini a "prendere il bastone della Storia e (...) a lavorare affinché la Nazione cinese si erga più ferma e potente tra tutte le nazioni".

Era in pratica una sfida agli USA per la leadership globale. Occorre però aspettare Trump perché la politica americana la raccolga. Ma, nonostante certa retorica, la risposta è stata:

- confusa (limiti all'export di tecnologia avanzata ma non quella di base; black list di aziende cinesi legate all'esercito non comprendenti le loro filiali; **VIE**, ossia i veicoli con cui le aziende tech cinesi raccoglievano capitali negli USA, sempre permessi; USA che hanno adottato un atteggiamento duro ed Europa uno morbido);

- controproducente (i dazi hanno danneggiato il consumatore USA);

- illusoria (la "fase I" richiedeva alla Cina riforme che di fatto avrebbero negato il suo modello di "capitalismo autoritario");

- timida (perché la Cina ventilava la vendita del proprio portafoglio di treasury o il blocco all'export di **terre rare**, componente essenziale per tutte le tecnologie moderne, di cui controlla il 95% del mercato mondiale).

In sostanza, mettere la questione sul piano commerciale o anche di una nuova guerra fredda **non ha funzionato**. Un'occhiata al deficit USA con la Cina lo dimostra (Tavola I):

**DEFICIT USA CON LA CINA (BENI E SERVIZI)
PER FONTE DEI DATI**
(Valori annuali, bn di USD)

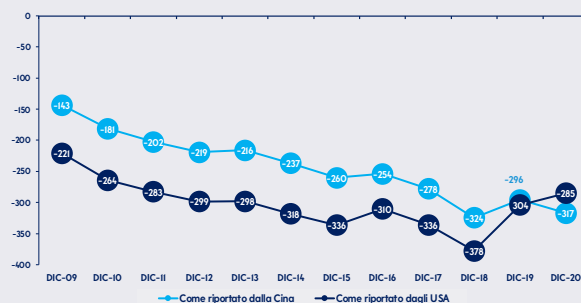


Tavola I - Fonte: US Census Bureau; China Customs General Administration

Tra fine 2016 e fine 2020 esso è migliorato, ma solo di 25bn. Niente rispetto agli obiettivi: con **l'accordo di Fase 1** la Cina si era impegnata a comprare maggiori merci USA per \$96.7bn nel 2020 e altri 143.3 nel 2021.

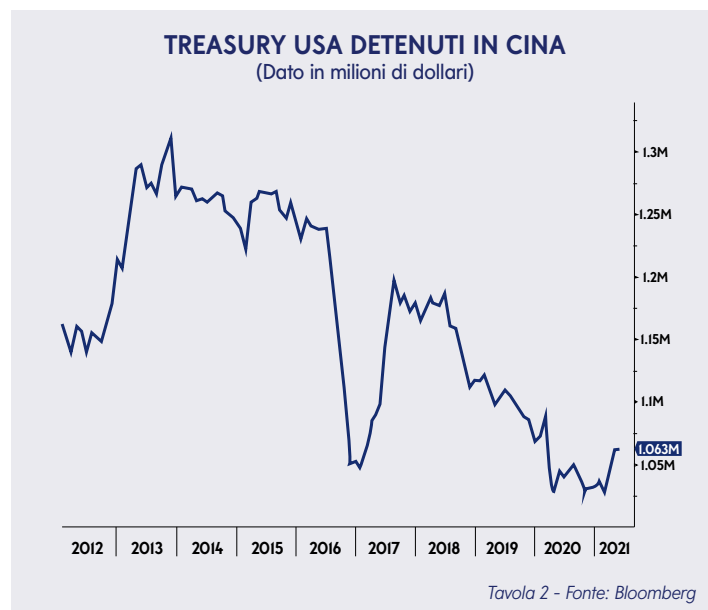
Peraltro, queste sono le cifre ufficiali USA. Secondo quelle cinesi, infatti, il loro surplus (che dovrebbe corrispondere al deficit USA cambiato di segno), nello stesso periodo, avrebbe continuato a migliorare (da 254 a 317bn). La discrepanza tra le due fonti è storica: causa differenze contabili, la Cina ha sempre sovrastimato il suo surplus, ma di un ammontare pressoché costante (75bn in media), salvo poi rientrare (senza alcun cambiamento metodologico) dal 2018 in avanti, ossia, per una curiosa coincidenza, dall'introduzione dei dazi reciproci. La questione ha destato anche **l'attenzione della Fed**, che punta il dito contro gli importatori USA, che, per evitare i dazi, avrebbero cominciato a sotto-rappresentare i loro ordini.

Nonostante gli sforzi, la dinamica del deficit USA non è mutata, dunque. Un fallimento imputabile al covid-19 che ha scombuscolato il commercio mondiale, certo. Ma solo in minima parte.

In realtà l'errore è stato affrontare la Cina di oggi come gli USA hanno affrontato l'URSS negli anni '80, ossia cercandone il progressivo isolamento economico. Non solo la Cina non si è fatta isolare, trovando molte sponde soprattutto in Asia ed Africa e perfino in Europa, ma era anche velleitario pensarlo: gli stessi USA e Cina sono assai più connessi di quanto vogliano ammettere.

INTERDIPENDENZE

La Cina è il **maggior partner commerciale degli USA**, il terzo mercato di sbocco, il primo mercato di approvvigionamento. Nel 2019 le esportazioni davano lavoro a 1.2 milioni di persone sul suolo americano, mentre la guerra commerciale ha cancellato 245.000 posti. Inoltre, nonostante le tensioni, tutte le principali aziende finanziarie USA **hanno aumentato l'interesse** verso Cina. **Gli investitori USA** possiedono \$1.1trn di azioni cinesi e 100bn di bond. A loro volta, quelli cinesi possiedono \$2.1trn di carta americana, di cui 700bn in azioni e 1.4trn in bond. In quest'ultima cifra sono compresi i \$1.1trn di treasury detenuti come riserve direttamente dal Governo, il cui stock è diminuito di soli 100bn dall'inizio della disputa (Tavola 2):



L'interdipendenza è evidente anche nel settore tecnologico, ossia quello strategicamente più critico. Alibaba, Baidu, Tencent, hanno aperto centri di ricerca negli USA. Apple, Microsoft, Tesla in Cina, per di più intensificando le relazioni con i loro fornitori. **La collaborazione sino-americana nella ricerca scientifica** è la più fertile al mondo, e, nonostante covid e politica, nel 2020 i loro esperti **hanno collaborato più che nei 5 anni precedenti**, producendo oltre **100 articoli congiunti** sulle riviste scientifiche più autorevoli. Il link principale è rappresentato dagli studenti cinesi che frequentano i college americani: 370.000 nel 2019/20 (un terzo del totale degli studenti stranieri), che in gran parte resteranno lì a lavorare.

Su queste basi, lo stesso Blinken, al Congresso, ha dovuto ammettere che una completa separazione (il **"decoupling" vagheggiato da Trump**) dalla Cina non è realistica. Troppo costosa (**\$190bn di PIL USA all'anno fino al 2025, secondo la Camera di Commercio USA**). Per entrambi.

CAMBIO DI PARADIGMA?

Tuttavia, l'ascesa cinese è ora un'ossessione nelle stanze del potere di Washington, assolutamente bipartisan. Prova ne sia il citatissimo libro di Rush Doshi (non un trumpiano di ferro, ma il consigliere di Biden per gli affari cinesi), dal titolo eloquente: **The Long Game: China's Grand Strategy to Displace American Order**. La tesi è chiara; la conclusione, una chiamata alle armi: "Il modo in cui Washington gestirà questa minaccia al suo status di superpotenza darà forma al corso del prossimo secolo". Minore, ma comunque un indizio,

È poi la classifica del medagliere olimpico stilata dal New York Times (certo non imputabile di simpatie trumpiane): durante lo svolgimento della manifestazione, per far figurare sempre gli USA davanti alla Cina, ha introdotto il criterio del numero complessivo di podi, sovvertendo quello ufficiale che parte dagli ori.

Un conto è accettare che Pechino diventi **la prima economia del mondo** in termini di PIL (cosa ineluttabile per un Paese che ha un quinto degli abitanti della Terra e quasi 4.5 volte quelli degli USA). Un altro è accettarne la supremazia politica, militare, tecnologica e finanziaria. La verità è che finora gli USA non hanno avuto una vera strategia, se non quella di provare a rallentare il rivale. Biden è ancora largamente prigioniero dello schema della precedente Amministrazione, ma forse ha capito l'errore, e sta spostando un po' di più il contrasto dal tema commerciale a quello della democrazia e dei diritti civili (Taiwan, Hong Kong, Xinjiang), recuperando il rapporto con gli alleati europei.

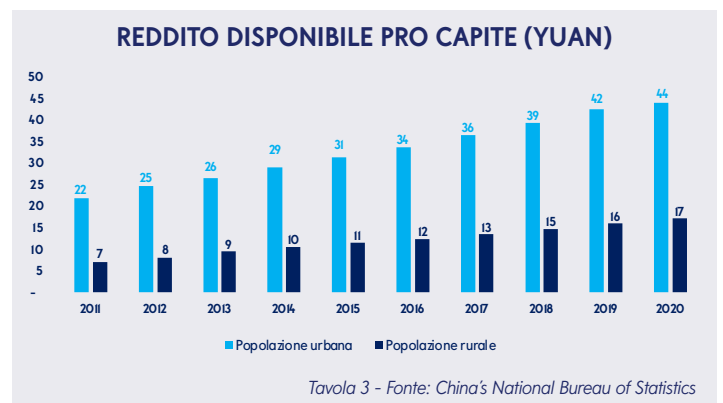
In effetti, forse è stata proprio la tendenza all'isolazionismo populista a fare più danni. Grazie a investimenti, commerci, e donazioni di vaccino anticovid, la Cina ha occupato sistematicamente ogni spazio lasciato libero dal disimpegno dell'Occidente, risucchiando nella sua sfera d'influenza (in modo più o meno evidente) Siria, Brasile, molti Paesi africani ed asiatici, tra cui Pakistan ed Iran (da cui ha sempre comprato petrolio, pagandolo meno del mercato, in barba alle sanzioni internazionali). La disdetta, da parte di Trump, del **TPP**, che era nato proprio in chiave anticinese, ha favorito il rivale, che ne ha approfittato per forgiare il **RCEP**, ancora senza USA. Il punto è che parallelamente Pechino ne ha approfittato per diffondere la propria tecnologia, fino a farla diventare uno standard imprescindibile in molti ambiti (esempio: i lettori ottici per la movimentazione merci). Se i Paesi dell'area dipendono economicamente e tecnologicamente da Pechino, sarà poi difficile per gli USA far valere la propria supremazia militare nell'Indo-Pacifico (per esempio nella questione Taiwan).

Gli accadimenti di questi giorni in Afganistan, comunque, dimostrano che Washington non ha pienamente capito la lezione. Ma anche l'Europa ha le sue colpe: per esempio, l'intransigenza sulla Grecia durante la crisi del 2009/10 ha spinto Atene a cedere proprio ai cinesi il porto del Pireo, che **in pochi anni l'hanno fatto diventare il più importante del Mediterraneo**. Risultato: in diverse occasioni Atene ha sostenuto le posizioni cinesi in seno all'UE.

UNA STRATEGIA ARTICOLATA E CREDIBILE

A differenza dell'Occidente, dunque, Pechino ha una strategia, e la persegue con quella determinazione paziente, ma aggressiva e metodica, che solo una dittatura può permettersi. Aumento del peso militare, perseguimento della superiorità tecnologica e investimenti esteri mirati sono tre aspetti fondamentali di tale strategia, ma ne è parte integrante anche l'aumento del benessere dei suoi cittadini: solo una nazione prospera, infatti, può credibilmente candidarsi alla leadership del mondo.

Così, sempre nel discorso di insediamento citato sopra, Xi aveva anche fissato gli obiettivi ambiziosi di raddoppiare il reddito pro capite ed eliminare la povertà assoluta entro il 2020. È stato di parola (Tavola 3 e 4):



Nel luglio scorso, in occasione del centenario del Partito Comunista, Xi ne ha delineato l'evoluzione: dal reddito individuale alla *gongtong fuyu*, ossia "prosperità condivisa". Nel 2012 si trattava in definitiva di perseguire la crescita tout court; nel 2021 l'obiettivo è quello di forgiare una società più forte, sana ed equa. Da qui gli interventi normativi che hanno preoccupato i mercati tra luglio ed agosto (Tavola 5), molti dei quali ancora semplici annunci:

AREA	PROVVEDIMENTO
ISTRUZIONE	Le aziende che offrono lezioni private devono diventare non profit. Il settore vale \$100bn
AZIENDE INTERNET	Nuove regole per combattere la concorrenza sleale, e proteggere i dati degli utenti
	Rafforzata l'Autorità per la Cybersicurezza
	Le aziende di food delivery devono assicurare il welfare ai lavoratori
	Alibaba è sanzionata (\$2,8bn) per abuso di posizione dominante e comportamento scorretto
	Tencent è costretta a cessare i contratti di esclusiva con le etichette discografiche
	Regolamentazione dei contenuti dei video internet
IMMOBILIARE	Limiti alla leva finanziaria per i developers; giro di vite sulle "violazioni"
	Obiettivi: "Stabilizzare i prezzi delle case, della terra e le aspettative"
CENTRI DATI	Introduzione di standard ambientali più stringenti, scoraggiati nuovi entranti con bassa capacità
COMMODITY	Limiti alla produzione/capacità di acciaio, alluminio, carbone
ASSICURAZIONE	Nuove regole per le assicurazioni online, volte a limitare pratiche di prezzo e di marketing "improprie", e a rafforzare la protezione dei dati dei clienti
FINANZA	Divieto ai trust di costruire nuove unità non finanziarie
CHIMICA	Divieto ai produttori di fertilizzanti di accumulare scorte eccessive, tenere alti i prezzi, ed esportare.
VIDEOGIOCHI	Assicurare che i videogiochi "rappresentino correttamente la storia" Essi sono "oppio spirituale": i minorenni possono giocare online solo dal venerdì alla domenica, per non più di un'ora al giorno
HEALTHCARE	Annunciate linee guida per promuovere "una nazione sana", tra cui limiti all'utilizzo del latte in polvere nell'infanzia disincentivi per liquori e sigarette elettroniche
FARMACEUTICA	Limiti all'utilizzo dell'ormone della crescita
CHIP	"Nessuna tolleranza nei confronti degli speculatori"
ENTERTAINMENT	Nuova regolamentazione, al fine di contrastare "la cultura degli idoli"; bandite le canzoni "immorali" dai karaoke
TUTTI	Controlli sulle IPO all'estero e sui capitali in entrata

Tavola 5 - Fonte: Media vari

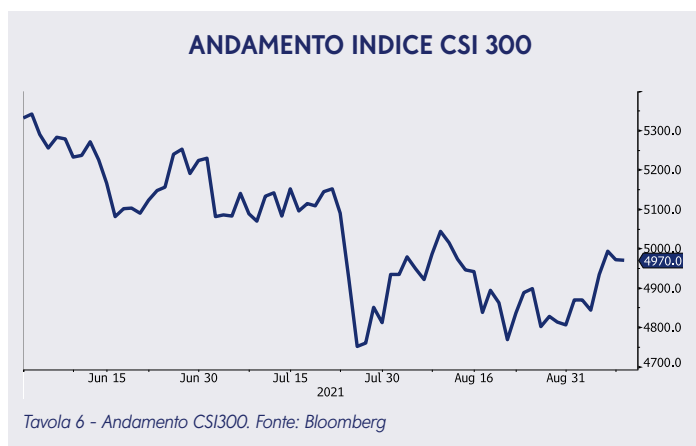
Certo, se alcune cose sono molto lontane dalla mentalità occidentale (come limitare i videogiochi ai minorenni e le playlist dei karaoke; contrastare la "cultura della celebrità" di cui ha fatto le spese anche [Jack Ma](#)), altre sono decisamente più condivisibili, anche se in ultima analisi mirano in primis a perpetuare la via cinese al capitalismo e quindi la sopravvivenza del Partito. Per esempio, il drastico giro di vite contro le aziende internet e quelle che forniscono servizi di tutoring dopo la scuola risponde a movimenti, nati sui social media, come il [nei jian](#) o il [tang ping](#), che denunciano le ricorrenti pratiche di sfruttamento dei lavoratori del settore, in particolare quella nota come "9-9-6" (dalle 9 del mattino alle 9 di sera per 6 giorni alla settimana) o la condizione disperata di molte famiglie costrette a svenarsi con lezioni private affinché i loro figli

abbiano qualche possibilità in più di superare il *gaokao*, il durissimo test di ammissione all'Università, percepito come unico "ascensore sociale".

I giganti tech, poi, hanno raggiunto posizioni dominanti non dissimili da quelli occidentali, (vedi Speciale: Big Tech: *una nuova sfida!*), sollevando esattamente le stesse perplessità: Pechino ha varato regole per contrastarne il monopolio, e ha disciplinato la raccolta dati degli utenti, in nome della sicurezza nazionale e della privacy (per cui ha preso a modello il GDPR europeo).

Ma ha soprattutto mandato due messaggi: 1) nessuno è al di sopra della legge (vedi il caso **Didi**, che ha deciso di quotarsi a New York ignorando il parere contrario dell'Agenzia per la cybersicurezza); 2) le aziende che sono profittevoli solo perché sfruttano vuoti normativi (incluse le fintech) devono cambiare approccio o scomparire.

I mercati temono che il Governo intenda riportare l'iniziativa privata sotto il pieno controllo dello Stato, tradendo la sua matrice comunista:



Ma probabilmente è un problema culturale: a noi sembra inconcepibile che lo Stato decida che i cittadini debbano avere "**una vita migliore**" e si intrometta nella sfera privata disponendo come ottenerla. A Pechino, invece, hanno deciso che in alcuni casi internet rende la vita peggiore (lavoratori del settore, gamer, giocatori d'azzardo) e che le spese per le lezioni private in ultima analisi disincentivano le nascite (**problema recente** per la Cina).

Tuttavia, tutte queste mosse sono anche figlie della guerra commerciale voluta da Trump. La Cina ha capito che non poteva più basare esclusivamente il proprio modello di sviluppo sulle esportazioni se voleva affrancarsi da shock esterni, ma doveva anche puntare sulla domanda interna: la politica della "**dual circulation**".

Ma la dimensione del mercato interno non dipende solo dal numero dei cittadini/consumatori, ma anche dal loro reddito disponibile: da qui l'obiettivo di espandere la classe media. Un obiettivo che deve essere condiviso anche da miliardari, aziende miliardarie e star: è sicuramente vero che il regime non vuole nessuno che gli faccia ombra, ma è anche vero che la "prosperità condivisa" passa anche dalla riduzione (almeno percepita) delle disuguaglianze. A tal fine, tra gli altri, ha individuato due strumenti: il controllo sui capitali in entrata e l'innovazione tecnologica. Il primo nasce dalla constatazione che la Cina, a differenza degli altri Paesi emergenti, non ha bisogno di capitali esteri per finanziarsi, ma semmai ne è un esportatore netto. Può quindi permettersi il lusso di favorire i capitali esteri diretti ad iniziative coerenti con i suoi obiettivi di lungo periodo e vietare "l'espansione disordinata" degli altri.

Il controllo sui capitali esteri include anche i bond e le IPO estere delle aziende cinesi. Qui però non è tanto questione di allocazione "coerente" delle risorse, ma evitare che le imprese si sgancino sempre di più dallo yuan per abbracciare il dollaro. Non solo sarebbe un altro modo per svincolare dall'influenza del Partito, ma soprattutto sarebbe contrario all'interesse nazionale. Tra i passi necessari per conquistare la leadership mondiale, infatti, c'è anche quello di accreditare la yuan come valuta di riserva internazionale. La strada per dare almeno fastidio al dominio incontrastato del dollaro è lunghissima, ma Pechino -ancora una volta- si sta muovendo: Paesi sotto sanzioni USA (Russia, Venezuela, Iran) accettano regolarmente i **petroyuan** (e probabilmente l'Arabia lo fa sottobanco), mentre la nuova **Via della Seta** (Belt and Road Initiative), ossia il progetto infrastrutturale più grande della storia (Tavola 7), oltre a diffondere la tecnologia di Pechino, ne diffonderà anche la divisa, direttamente già nella sua versione digitale.



Più nel breve, però, la partita (cruciale, perché riguarda sia l'antagonismo con gli USA che la spinta alla domanda interna) si gioca sull'innovazione tecnologica, che verrà perseguita anche attraverso la creazione della nuova **borsa di Pechino**. Il piano quinquennale 2021-25 è esplicito su quali saranno le aree privilegiate: intelligenza artificiale (AI), **advanced manufacturing**, 5G, robotica, semiconduttori, computer quantici.

Giusto per dare un'idea della posta, prendiamo la sola AI: secondo uno **studio PWC**, entro il 2030 gli investimenti qui ammonteranno alla stratosferica cifra di \$15.700bn, il 70% dei quali se li spartiranno USA e Cina.

SCENARI

Sulla base di quanto sopra, si possono svolgere alcune considerazioni:

1. le riforme cinesi continueranno, per raggiunge gli obiettivi, fino a modificare anche radicalmente la struttura economica e sociale del Paese. Plausibile quindi che le borse locali vivano altri momenti difficili. Tuttavia, gli investitori di lungo termine ben diversificati saranno premiati: si avvantaggeranno di un'economia meno squilibrata (squilibrata sul debito o sulla domanda estera, per esempio), di un mercato interno più ricco, di imprese tecnologicamente più all'avanguardia e di uno yuan più forte e internazionale. Per di più, la Cina è ancora ampiamente sottorappresentata nei portafogli internazionali. Non è un caso se **BlackRock Institute**, nel pieno della crisi borsistica agostana se n'è uscita dicendo che "la Cina non dovrebbe più essere considerata un Paese Emergente" e che gli investitori "dovrebbero incrementare la loro esposizione al Paese del 300%";

2. forse anche l'Occidente avrà la necessità di imbarcarsi in riforme simili (e i piani Biden da \$4trn su infrastrutture e famiglie vanno in quella direzione), non foss'altro che per dimostrare la superiorità del modello capitalistico "democratico-liberista" su quello capitalistico "autoritario". Altrimenti, sempre più Paesi verranno sedotti dal secondo;

3. in ogni caso, non è interesse di nessuno dei due contendenti indebolire le proprie aziende tecnologiche;

4. anzi, semmai l'interesse comune sarebbe quello di mettere un freno agli impulsi ostili e collaborare in molti campi (come sicurezza informatica, ricerca medica): questo potrebbe essere uno scenario di lungo periodo, che potremmo chiamare di "concorrenza costruttiva", in cui i dazi vengono eliminati, e lo scambio di tecnologia è libero ad eccezione unicamente di quella "sensibile" per la sicurezza nazionale;

5. per arrivare lì, però, Biden deve prima di tutto individuare una strategia credibile. Qualcosa ha cambiato: le tattiche di Trump (che pure rimangono) erano più difensive (divieti all'export di tecnologia, dazi sulle importazioni, bando al cotone dello Xinjiang, espulsione di alcuni studenti), quelle di Biden più offensive (all'interno del piano infrastrutture sono previsti \$180bn per gli investimenti domestici in industrie chiave come i semiconduttori e per la R&S; rilancio del multilateralismo; lancio della **B3W**). Ma il "Buy American" assomiglia molto all'"America first", mentre le questioni spinose, come **la detenzione in Canada del CFO di Huawei**, e il "tagliando" agli accordi di "Fasel" che potrebbero contribuire a smorzare la tensione, rimangono sospese. Per ora, le uniche aree di cooperazione cui pensa l'Amministrazione sono quelle forzate, come i cambiamenti climatici e il terrorismo. Sempre "**confronto competitivo**", o "**concorrenza strategica**", dunque;

6. in questo senso, Biden è peggio di Trump per la Cina. Xi se n'è già reso conto, tanto che ha sostituito l'ambasciatore a Washington (un diplomatico di lunghissimo corso) con Qin Gang, e l'ha subito mandato, insieme al vice-ministro degli Esteri, Xie Feng, ad **accogliere con parole di fuoco** il vicesegretario di Stato Wendy Sherman in visita a Tianjin all'inizio di agosto. "Falchi" è poco: l'ex Premier australiano Turnbull li ha definiti "guerrieri lupo". Il messaggio è fin troppo chiaro: la Cina non vuole il conflitto, ma non lo teme, soprattutto sulle "linee rosse" come Tibet, Taiwan, Xinjiang e Hong Kong.

Insomma, in queste condizioni difficilmente ci sarà un accordo di "Fase 2" a breve. Ma tra politica e **spinta dei settori produttivi**, le due superpotenze sembrano condannate un po' a competere, un po' a confrontarsi, un po' a collaborare per anni. Con il rischio costante di un "incidente" militare. Biden studia Doshi, Xi Mao Zedong (**Sulla guerra prolungata**), ma forse farebbero meglio ad ascoltare Branduardi (**Alla fiera dell'Est**).