



WORLD ECONOMIC SCENARIO

3 | dicembre 2018

“L’economia USA si è lasciata alle spalle i massimi e una recessione appare probabile a un certo punto del 2020, se non prima.”

Dino Kos

“Nel breve termine, il rallentamento in Europa non è fonte di preoccupazione. Nel più lungo periodo, invece, temo che le impasse politiche irrisolte abbiano reso l’Eurozona più esposta a una nuova crisi.”

Eric Chaney

“Il 2018, come il 2007, è stato un anno di volatilità sui mercati finanziari. Nel 2019 fattori politici, finanziari ed economici continueranno a sostenere la volatilità dei mercati”

Andy Xie

A white rectangular box with a thick orange border is located on the left side of the page. Inside the box, the word 'Sommarario' is written in a bold, dark green, serif font.

Sommarario

Il 2018 è stato un anno di elevata volatilità e scarso rendimento per l'intero settore finanziario.

La ripresa economica negli USA dura ormai da un decennio e cominciano a emergere evidenti segnali di vulnerabilità. La pendenza della curva dei rendimenti USA sta diminuendo costantemente, evidenziando anche una parziale inversione, e tutte le principali borse mondiali stanno chiudendo l'anno in rosso. Al contempo, il bilancio complessivo delle Banche Centrali del G4 ha raggiunto un nuovo massimo nel 2018.

Possiamo dunque considerare il 2018 come un'anticipazione di un peggioramento destinato a verificarsi nel 2019? O semplicemente come una pausa in quella che si è dimostrata essere una delle più lunghe e redditizie fasi rialziste dei mercati nella storia recente?

In questa occasione di dibattito, Dino Kos, Eric Chaney e Andy Xie, influenti commentatori del contesto economico globale, hanno condiviso il loro pensiero su questi e altri temi macroeconomici di forte attualità. ■



Dino
Kos

- L'attuale ripresa economica dura da quasi 10 anni e mostra segni di affaticamento da fine ciclo.
- La domanda di liquidità è molto elevata e il rifinanziamento del debito rappresenterà una sfida.
- Le obbligazioni societarie *high-yield* dei Paesi emergenti e statunitensi saranno particolarmente vulnerabili.
- L'inflazione sottostante negli USA terrà sotto pressione la Fed.
- I rischi che gravano sul cambio EUR/USD sono in prevalenza al ribasso.
- Un punto di massimo della ripresa USA potrebbe aprire la strada a una inversione dei principali *trend* di mercato.
- Una recessione a un certo punto del 2020 sembra probabile, ma potrebbe materializzarsi anche prima.

Negli USA, ci troviamo in una fase molto matura del ciclo economico. L'attuale ripresa compirà 10 anni nel giugno del 2019 e stiamo cogliendo segnali di un affaticamento da fine ciclo. Le condizioni finanziarie stanno evidentemente subendo un restringimento: il tasso sui Fed funds è da poco tornato in territorio positivo, dopo essere rimasto negativo per un decennio; la curva dei rendimenti si è appiattita ulteriormente e in modo significativo; gli *spread* hanno cominciato ad allargarsi; la volatilità è in aumento; i mercati azionari hanno corretto; e il dollaro si è rafforzato. Pertanto, **siamo passati da un lungo periodo di politica monetaria e condizioni finanziarie incredibilmente espansive a un contesto molto più restrittivo.**

Ed è probabile che la Fed continui con l'azione di restringimento. **Benché i tassi di interesse siano ancora bassi, sia in termini reali che storici, stiamo già vedendo gli effetti sui settori più sensibili al loro andamento.** Il settore petrolifero ha toccato un massimo un paio di anni fa, ci sono segnali che l'edilizia residenziale stia raggiungendo ora il punto di massimo e, di recente, la General Motors ha annunciato la chiusura di diversi stabilimenti produttivi in America. A mano a mano che crescono i tassi, i rischi per il *trend* di crescita del PIL si sbilanceranno sempre più al ribasso. Credo infatti che **molto probabilmente il punto di crescita massima sia già stato superato.** Con l'ingresso nel 2019, potremmo assistere a una decelerazione, così come accaduto in Europa.

“Negli USA, ci troviamo in una fase molto matura del ciclo economico.”

“I prenditori più a rischio, quali i mercati emergenti e i titoli societari High Yield USA, stanno già incontrando difficoltà di rifinanziamento”

In effetti, uno dei più importanti sviluppi per l'economia globale quest'anno è stata la decelerazione vista in Europa. I dati sono peggiorati in modo significativo, trimestre dopo trimestre e in un Paese dopo l'altro. In alcuni casi la crescita è diventata negativa. Ricordo che l'estate scorsa rimasi sorpreso dall'impegno preso dalla BCE di tenere i tassi di interesse invariati almeno fino alla tarda estate del 2019.

Naturalmente, oggi sappiamo che tale cautela era giustificata. A mio avviso, data la persistente forza dell'economia statunitense e il fatto che la Fed stia ancora alzando i tassi, **la divergenza in termini di politica monetaria continuerà**. Anzi, se i tassi di crescita resteranno deboli in Europa, sarà una divergenza destinata a durare ancora più a lungo. Attualmente il differenziale tra i tassi è clamorosamente elevato, pari a circa 340 punti base sul segmento a due anni: questo continuerà a fornire sostegno al dollaro, se non altro nel breve termine. Pertanto, **credo che la bilancia dei rischi per il cambio EUR/USD resti sbilanciata verso il basso**. Il Giappone, nel frattempo, è pronto a innalzare la tassa sui consumi; questo significa che quasi certamente la Banca Centrale giapponese manterrà invariata la sua posizione, contribuendo ulteriormente alla situazione di divergenza delle politiche monetarie a livello globale.

Al contempo, negli USA, i tagli delle imposte hanno aggiunto pressioni in termini di offerta sul mercato dei titoli governativi. Il Tesoro statunitense ha aumentato le emissioni, in una fase in cui la Federal Reserve è impegnata a ridurre il proprio bilancio. Il bilancio nel suo complesso è stato ridotto di circa il 10%, ma le riserve in eccesso stanno calando più velocemente, di circa il 33%. La liquidità sta evidentemente diminuendo. Non sto dicendo che le banche siano in difficoltà, ma gli operatori di mercato si sono abituati ad avere a disposizione moltissima liquidità.

La domanda di riserve di liquidità è ora estremamente alta. I prenditori più a rischio, quali i mercati emergenti e i titoli societari High Yield USA, stanno già incontrando difficoltà di rifinanziamento. Società che qualche anno fa potevano contrarre prestiti al 4% si stanno ora rifinanziando all'8-9-10% in alcuni casi. Determinati settori sono particolarmente problematici, tra cui il settore energetico USA, dato il calo dei prezzi e le dimensioni del debito da rifinanziare. Stiamo già cominciando a vedere segnali di stress e, a un certo punto, **credo che il mercato taglierà fuori alcuni di questi prenditori**.

Ho argomentato in passato che la seconda metà del 2018 sarebbe stata più difficile dal punto di vista della volatilità, e così è stato. Abbiamo assistito a una marcata movimentazione degli asset nell'ultimo anno sul mercato azionario USA e altrove. **Le performance degli indici azionari in dollari dall'inizio dell'anno sono in rosso in tutte le aree geografiche, e alcune delle valutazioni azionarie che sembravano care un anno fa forse lo sono meno, oggi.** Naturalmente ci sono eccezioni, come i titoli FANG, ma in generale non credo che le valutazioni azionarie siano eccessive. Alla luce di quanto visto nel 2018, con le attività di rischio soggette a forti fluttuazioni, credo che **questo contesto verrà confermato nel 2019**, con la prosecuzione dell'azione di restringimento della Fed.

“A un certo punto del 2019, potrebbe diventare chiaro che il ciclo USA stia superando il punto di massimo.”

Verso la fine del 2019 il ciclo di ripresa avrà quasi 11 anni e il tasso sui Fed funds sarà entrato in territorio positivo da più di un anno in termini reali. I settori di attività maggiormente sensibili ai tassi di interesse si saranno indeboliti ulteriormente e, a quel punto, vedremo in calo anche la produttività, perché il tasso di disoccupazione sarà al di sotto del NAIRU. La Fed si troverà a subire pressioni perché allenti la politica monetaria, ma al tempo stesso vorrà resistere per riaffermare la propria indipendenza. Non sarà facile per Jerome Powell gestire tutto questo l'anno prossimo. Esiste un certo rischio che, a causa della cautela esercitata per contenere l'inflazione, le condizioni finanziarie diventino più restrittive, portando a nuovo deragliamento dell'economia nel 2020. Credo che **una recessione sia probabile a un certo punto del 2020, o anche prima.** In effetti, anche un aumento modesto dei tassi d'interesse, come visto finora, ha provocato reazioni notevoli nei settori più sensibili ai tassi. Questo solleva interrogativi importanti sulla forza sottostante del ciclo e su quanta spinta propulsiva possa ancora contare. In questo momento mi preoccupa vedere una certa debolezza negli USA nonostante i tassi siano ancora bassi.

In sintesi, **a un certo punto del 2019, potrebbe diventare chiaro che il ciclo USA stia superando il punto di massimo** e, se crediamo nella curva dei rendimenti, i mercati potrebbero aver già cominciato a scontare il rallentamento. Prevedo che la curva dei tassi USA si appiattirà ulteriormente e potrebbe anche invertirsi nel 2019.

“Il mercato sta prevedendo un punto di massimo nel ciclo di rialzi della Fed.”

Difatti, solitamente l'inversione della curva dei rendimenti non è dovuta a un'azione di restringimento della Fed che porta i tassi a breve a superare il livello di quelli a lunga, ma a una pausa della Fed con la curva che, dopo essere cresciuta gradualmente in pendenza, vede un improvviso *rally* del segmento a lunga e viene spinta verso il basso.

Qualche mese fa, si parlava diffusamente di tre o quattro aumenti del tasso sui Fed funds nel 2019. Ora le aspettative si sono già ridotte a due, o anche solo un rialzo. Il mercato sta prevedendo un punto di massimo nel ciclo di rialzi della Fed. I rendimenti a due anni potrebbero rappresentare un'opportunità interessante a un certo momento del 2019, perché con il rallentamento dell'economia, i mercati cominceranno a scontare una Fed più accomodante. Se questo accadesse in corrispondenza di una stabilizzazione dei dati europei, influenzerebbe le aspettative in termini di “forward guidance” della BCE e **potrebbe aprire la strada a una inversione dei principali trend di mercato, e specificamente a un rally del cambio EUR/USD e un notevole riprezzamento delle obbligazioni europee**, che attualmente trattano a valori estremi. La sfida sarà rappresentata da come posizionare i portafogli in questo tipo di contesto. ■



Eric
Chaney

- L'Italia è troppo grande per essere trattata in modalità di perpetuo conflitto.
- L'indice di elasticità del commercio globale è ora inferiore a uno, un livello inflazionista per definizione.
- I lavoratori si sono sentiti "esclusi", pertanto non c'è da sorprendersi se emergono tensioni sociali e politiche.
- Disordini sociali e il mancato impegno per risolvere fragilità politiche significano che l'Europa è vulnerabile a una nuova crisi di fiducia.
- La BCE si muoverà molto cautamente nel normalizzare la politica monetaria, per evitare il rischio di un restringimento delle condizioni finanziarie a causa di un rafforzamento del cambio EUR/USD.
- Il momento d'oro per l'azionario è finito: il focus sarà ora sulle attività che generano reddito.

Il 2017 fu un ottimo anno in termini di commercio globale e crescita. Non così, se non altro in Europa, il 2018. Forse si è semplicemente trattato di un anno di "atterraggio morbido" per l'economia europea. Ma ciò che trovo intrigante è il grande scostamento tra le condizioni finanziarie e gli indici di fiducia, storicamente correlati, e mi domando se le condizioni finanziarie si allenteranno o assisteremo a un calo di fiducia. Senza dubbio abbiamo vissuto un ciclo molto lungo. **Tuttavia, data la portata della grande crisi finanziaria del 2008, la peggiore dal 1930, è per certi versi logico che la ripresa sia durata così a lungo.**

Se guardiamo a due secoli di storia, vediamo che un livello di debito elevato nel settore privato costituisce una garanzia di crisi futura. Tutti si preoccupano dell'accumulo del debito. Ma se valutiamo il fenomeno in termini geografici, notiamo come il problema sia concentrato essenzialmente in Cina. L'indebitamento del settore privato negli Stati Uniti è molto inferiore rispetto al picco raggiunto nel 2008, e la situazione nell'area Euro è simile. All'interno dell'Europa, **c'è un grande Paese in cui il livello di debito sta aumentando costantemente, ed è la Francia.** La Banque de France dice che non c'è problema, perché le imprese stanno investendo in modo massiccio. Bene, io sto ancora aspettando di vedere i risultati in termini di produttività di questi forti investimenti.

“Forse si è semplicemente trattato di un anno di atterraggio morbido per l'economia europea.”

“Se la Germania perde completamente la fiducia nell’abilità della Francia di operare le riforme, a un certo punto le cose andranno per il verso storto.”

A questo proposito, voglio condividere con voi alcune riflessioni su quanto sta accadendo in Francia. A me pare che **in Francia, ogni volta che le condizioni macroeconomiche migliorano, abbiamo proteste di massa.** Permettetemi di ripercorrere un po’ la storia. Cominciamo con la madre di tutte queste rivolte, il maggio del 1968: l’economia viaggiava a un tasso del 6% e la disoccupazione era al 2,5%. Questo sembra far nascere la percezione che la creazione di nuovo benessere non venga equamente distribuita, e che solo i ricchi diventino sempre più ricchi. Il 1974, che fu un anno molto buono prima della crisi petrolifera, vide grandi manifestazioni e seri disordini a Parigi. I dipendenti delle poste e gli studenti decisero che fosse giunto il momento di ripetere il 1968, anche perché l’economia stava andando meglio. Proseguiamo nel tempo: nel 1979 i metalmeccanici decisero di manifestare a Parigi contro la chiusura di stabilimenti nell’est del Paese. Io ero lì con loro sui Grand Boulevards. Le automobili bruciavano, come accade ora. Ma ci fu un’altra manifestazione di protesta importante in Europa nel 2011 e non fu in Francia, ma a Tottenham, nei sobborghi di Londra. Questo per dire che eventi di questo genere non sono una esclusività della Francia. Li abbiamo visti ovunque e temo che ne vedremo sempre di più in futuro. Si tratta di un’altra dimensione politica, che potremmo definire “l’elettorato di Trump”, composto da chi si sente disprezzato dalle *élite* parigine, che si sentono, a torto o a ragione, lasciati indietro dalla globalizzazione e da coloro che hanno ammassato miliardi di euro o dollari. A un certo punto, queste tensioni devono emergere, in un modo o nell’altro, e **in Francia è tradizione, direi fin dai tempi dell’Ancien Régime, nel XIV secolo, che sfocino in rivolte, spesso anche violente. Questi movimenti possono avere importanti conseguenze politiche. La Francia è molto importante a tale riguardo, perché è indietro sulle riforme. E questo aumenta il rischio di una grande crisi dell’Eurozona che potrebbe portare a una dissoluzione dell’euro. Se la Germania perde completamente la fiducia nell’abilità della Francia di operare le riforme, a un certo punto le cose andranno per il verso storto.** Macron è il politico che è stato eletto per implementare una parte significativa delle riforme. Molto è stato fatto per rendere più flessibile il mercato del lavoro e ci sono state importanti riforme nel sistema scolastico, ma restano da fare cose estremamente importanti: una grande riforma del sistema pensionistico e della pubblica amministrazione – e queste costeranno molto denaro. La domanda è: **Macron andrà fino in fondo?** Ha già ceduto in parte alle rivendicazioni dei *gilet gialli*. Lo ha fatto per salvare la prossime riforme?

Io credo di sì, perché Macron ha imparato la lezione da Sarkozy e Hollande e non vuole essere ricordato nei libri di storia come uno dei tanti presidenti francesi che voleva riformare il Paese ma non è riuscito a ottenere nulla. Ma certamente non sarà facile, soprattutto considerata la gestione sbagliata di questa rivolta dei *gilet gialli*.

Anche **l'Italia** rappresenta un anello molto debole della catena. Abbiamo avuto buone notizie sulla possibilità di un compromesso tra il governo italiano e la Commissione UE. Sappiamo come vanno queste cose in Europa: si comincia con grandi scontri e, alla fine, si trova un compromesso. E un compromesso ci sarà, non ne dubito. Nel caso dell'Italia, il motivo è semplicemente che **il Paese è troppo grande per essere trattato in modalità di perpetuo conflitto**. In tutto quest'ultimo anno, gli *spread* sulle scadenze a breve e le condizioni di accesso al credito per le imprese sono diventate più restrittive e l'economia ha rallentato. E dato che le banche hanno acquistato molti titoli governativi da non residenti, sono particolarmente colpite dalle variazioni di prezzo, e al tempo stesso potrebbero incontrare maggiori difficoltà in termini di qualità del credito tra i propri clienti. Le sofferenze sono in calo, ma sono ancora a livelli molto alti. Se le tensioni montano nuovamente nel 2019, e credo che possa essere così, **i rischi saranno notevoli, perché l'Europa non è stata in grado di completare l'unione bancaria** – non essendoci stato alcun accordo sul piano di assicurazione dei depositi. E questa non è l'unica bomba politica. Il sistema TARGET2, che viene ora pubblicato mensilmente dalla BCE, mostra che il livello del credito vantato dalla Germania ha raggiunto i 960 miliardi di euro. Il motivo di tali squilibri è ben noto, ma queste cifre potrebbero alimentare tensioni politiche nei prossimi trimestri.

Il che ci porta a parlare della **Germania**. L'economia tedesca è chiaramente in via di surriscaldamento. Le imprese tedesche non erano mai state così ottimiste sull'andamento degli affari, neppure nel 1989, prima della riunificazione. La fiducia sta ora calando, nel settore manifatturiero in particolare, e naturalmente questa non è una sorpresa, considerato che le imprese sono più sensibili di altre entità a concetti quali la "guerra commerciale". In ogni caso, la fiducia è ancora più di una deviazione standard al di sopra della media di lungo termine e **le attese a sei mesi si stanno stabilizzando, il che non segnala una imminente catastrofe**.

“L'economia tedesca è chiaramente in via di surriscaldamento.”

Con un tasso di disoccupazione al 3,4%, la mancanza di manodopera non riguarda più solo i lavoratori specializzati, ma anche quelli con competenze intermedie. Di conseguenza, **la dinamica dei salari sta accelerando notevolmente**, e in alcuni settori il costo del lavoro sta aumentando a un ritmo del 4%. Nel settore industriale, il tasso di crescita è del 2% – rispetto a 0,8% nel resto dell'area Euro. Si tratta di un divario notevole. Anche se dovesse esserci un rallentamento, la mancanza di offerta sul mercato del lavoro tedesco non si risolverà in tempi rapidi.

Questa è una considerazione importante se riferita all'inflazione. **Il mondo si è abituato a livelli molto bassi di inflazione.** In larga misura, il periodo fino alla Grande Crisi Finanziaria fu segnato dalla globalizzazione – che consentì di incrementare i guadagni aprendo le frontiere e riallocando capitali in aree a più basso costo del lavoro. Per definizione, questo fenomeno fu deflazionistico. Ora potremmo trovarci in una situazione opposta. L'economia globale sta crescendo a un tasso del 3,5%. Il commercio globale di prodotti manufatti a un tasso compreso tra 2,5 e 3,0%. Questo significa che **l'indice di elasticità del commercio globale è ora inferiore a uno.** Pertanto, se eliminiamo questo fattore deflazionistico, credo che i rischi per la dinamica dell'inflazione siano più sbilanciati verso l'alto. Questo è un aspetto che il mercato sta probabilmente trascurando un po'. Certamente non è scontato dai mercati obbligazionari.

“Il 2019 sarà un anno particolarmente difficile da navigare per le Banche Centrali.”

Il 2019 sarà un anno particolarmente difficile da navigare per le Banche Centrali. La BCE naturalmente terminerà il programma di QE quest'anno e, a differenza della Fed, che ha ridotto progressivamente gli acquisti mensili, la BCE li ha dimezzati a settembre e li porterà a zero a gennaio in un colpo solo. Dato il visibile rallentamento dell'economia europea, credo che la BCE sarà molto cauta e probabilmente manterrà in essere una politica di reinvestimento. Sarà altrettanto cauta nel gestire la politica dei tassi. Una considerazione importante a questo riguardo è che **la BCE vorrà evitare un rally del cambio EUR/USD che determini un improvviso restringimento delle condizioni finanziarie.** E la storia ci insegna come un tasso sui depositi negativo sia una delle ragioni di moderazione dell'euro. Pertanto, poiché **la lobby delle banche sta esercitando forti pressioni perché il tasso sui depositi torni in positivo**, potrebbe esserci un *quid pro quo* tra la BCE e le banche, una nuova operazione LTRO per fornire liquidità a costo molto basso per tre anni, in cambio del mantenimento del tasso sui depositi in territorio negativo.

In ogni caso, la prima opportunità per iniziare il processo di normalizzazione della struttura dei tassi di interesse potrebbe venire nell'autunno del 2019 – forse piccoli interventi sul tasso sui depositi negativo e sul principale tasso di rifinanziamento, di un quarto di un punto percentuale, per poi aspettare gli sviluppi a livello della valuta delle condizioni di credito.

Benché io non sia particolarmente preoccupato da rischi di una forte correzione dei mercati finanziari, credo che **queste condizioni macroeconomiche possano creare un contesto difficile per l'azionario**. Non è una questione di sopravvalutazione, perché non credo che i titoli azionari statunitensi siano particolarmente sopravvalutati – a eccezione forse del settore tecnologico e dei cosiddetti FANGS. Tuttavia, ci sono numerosi e importanti rischi sottostanti all'orizzonte. In Europa, non possiamo escludere il rischio di un'altra crisi dell'euro. **Il contesto politico sociale è molto teso**, con la crescita dei partiti populistici e, ora, lo sfociare di queste tensioni nei disordini che stiamo vedendo in Francia. In aggiunta a tutto ciò, esistono elementi di **vulnerabilità finanziaria**. Di recente, per esempio, la Corte di Giustizia Europea ha stabilito che le quote applicate agli acquisti di titoli di Stato da parte della BCE nel contesto dell'attuale programma di QE dovrebbero essere applicate anche alle OMT. Tuttavia, le OMT erano state concepite come l'ultimo meccanismo di difesa nel caso di una crisi – pertanto avrebbero dovuto essere illimitate. Dunque, se così sarà, potrebbe emergere un importante fattore di vulnerabilità nel caso in cui i rendimenti tornino a impennarsi nei Paesi periferici dell'area Euro.

Il fatto che i rendimenti delle obbligazioni non siano riusciti a salire nonostante la maggiore disponibilità di Treasury USA, nonostante la fine del programma di QE e nonostante la BCE abbia dichiarato di voler chiudere il programma di acquisti il 31 dicembre, è sbalorditivo. Il term premium è ancora negativo. Mi domando se i mercati stiano incorporando il fatto che, nella prossima recessione, a causa della mancanza di alternative, le Banche Centrali ricominceranno ad acquistare obbligazioni, nel qual caso è una buona idea tenersele al momento.

A mio avviso, il momento d'oro per l'azionario è finito. È questo che sto dicendo ai vari fondi per cui lavoro come consulente: fondazioni benefiche, fondazioni di ricerca. Dobbiamo guadagnare soldi con i fondi che riceviamo. Dobbiamo **concentrarci su attività che generano reddito e sfruttare la fasi rialziste delle borse azionari per vendere azioni.** ■

**“A mio avviso,
il momento
d'oro per
l'azionario è
finito.”**



Andy
Xie

- Il 2018 è stato come il 2007, o il 1997; il 2019 potrebbe essere come il 2008, o il 1998.
- L'Occidente ha stimolato i consumi e l'Oriente, da parte sua, ha incrementato la propria capacità disponendo ancora più investimenti. Si tratta di un modello insostenibile per entrambi.
- Le turbolenze politiche costituiscono un rischio guardando al 2019.
- I rischi sottostanti che sono andati crescendo durante l'attuale ciclo potrebbero cominciare a materializzarsi.
- La Cina sarà relativamente più stabile del resto del mondo, grazie alla sua peculiare struttura economica.

“Il 2018 è stato come il 2007 o il 1997, mentre il 2019 potrebbe rivelarsi come il 2008 o il 1998.”

Avevo previsto per il 2018 un anno di volatilità, con un buon andamento dell'economia globale, a fronte di enormi preoccupazioni per il montare dei rischi sottostanti. Credo che nel 2019 alcuni di questi rischi cominceranno a materializzarsi. Possiamo dire che il 2018 è stato come il 2007 o il 1997, mentre il 2019 potrebbe risentire di turbolenze simili a quelle viste nel 1998 o nel 2008.

Da decenni, **l'Occidente sta progressivamente perdendo competitività nei confronti dell'Oriente.** Prima il Giappone, poi le Tigri Asiatiche, e ora la Cina... l'Oriente sta guadagnando terreno sull'Occidente in termini di produttività. **Questo avrebbe dovuto tradursi in un peggioramento degli standard di vita in Occidente.** Al contrario, l'Occidente ha iniettato stimolo per sostenere i consumi. Di conseguenza, invece di creare maggiore competitività, l'Occidente ha alimentato una bolla dei consumi. **L'Oriente, nel frattempo, ha sfruttato questo mercato in espansione, aumentando la propria capacità produttiva per esportarci i propri prodotti, e anche questo investimento è stato finanziato con nuovo debito.**

Questo modello di crescita è profondamente insostenibile per entrambe le parti, ed è per sua stessa natura esposto a crisi finanziarie. Il debito non supportato da attività competitive porta inevitabilmente a crisi, e **quando il ciclo si inverte in Occidente, si inverte poi anche in Oriente, che resterà gravato da debito e da un eccesso di capacità produttiva.** La crisi dei mutui *subprime* del 2008 negli USA e la crisi del debito sovrano nell'Europa meridionale non sono che sintomi di questo quadro più grande. A meno che non intercorrano cambiamenti fondamentali, ci saranno nuove crisi del debito.

Questo modello basato sul debito non porta benefici alla maggioranza dei cittadini dell'Occidente, dunque le conseguenze politiche sono inevitabili. Se ci saranno altre operazioni di salvataggio a spese dei contribuenti o dei risparmiatori, i movimenti populistici di ribellione guadagneranno sempre più consensi. La guerra commerciale in corso tra Cina e Stati Uniti è un sintomo di questo. **Le turbolenze politiche sono un rischio guardando al 2019.** E a questo proposito non credo che la cosiddetta tregua tra la Cina e gli Stati Uniti sia definitiva. Le differenze hanno cominciato a venire a galla subito dopo il vertice e la Cina, per quanto mi sembra di capire, non ha promesso nulla di nuovo. Non ha fatto altro che portare al tavolo delle trattative gli impegni già presi in precedenza. Quello di cui parlano i negoziatori americani è qualcosa che il governo cinese non comprende. Gli USA hanno nominato capo negoziatore il Rappresentante per il commercio Robert Lighthizer, un cambiamento importante, perché in precedenza le trattative erano guidate dal Segretario del Tesoro, Mnuchin. Data la posizione di Lighthizer, la possibilità che un qualche accordo venga raggiunto in 90 giorni è pressoché impossibile. Ben presto potremmo trovarci in una situazione difficile.

Per quanto riguarda il ciclo economico più in generale, ci sono già segnali che stia raggiungendo il limite. **Il 2019 sarà un anno particolarmente impegnativo per la Cina.** L'indebitamento delle famiglie è a oltre il 100% del PIL. È cresciuto a un ritmo del 20% all'anno per cinque o sei anni, e ora sta rallentando. La domanda estera, responsabile del 20% del PIL della Cina, diminuirà con l'indebolimento del ciclo economico e al comparire dei primi effetti della guerra commerciale. Questo sortirà poi effetti sulle vendite di immobili e di automobili: questi due mercati rappresentano il 20% del PIL. Un rallentamento significativo del 40% dell'economia cinese determina ovviamente una contrazione delle industrie correlate.

“Le turbolenze politiche sono un rischio guardando al 2019.”

All'insorgere di pressioni cicliche, la Cina tende a incrementare gli investimenti statali, principalmente in infrastrutture, che rappresentano circa un quinto del PIL. **La Cina potrebbe tranquillamente aumentare del 20% gli investimenti in infrastrutture** se lo volesse, poiché è il governo a controllare il sistema finanziario, e credo che questo probabilmente avverrà nel 2019. Una simile decisione si tradurrebbe in uno **stimolo pari a circa il 4% del PIL**. Credo che la Cina si stia già preparando a un rallentamento dell'economia globale l'anno prossimo, il che mi porta a pensare che l'economia cinese farà bene nel 2019, nonostante il raffreddamento di tradizionali motori di crescita quali il mercato immobiliare e le esportazioni. Così come accaduto in passato, **la Cina risulterà relativamente più stabile rispetto al resto del mondo nel caso di una crisi globale, data la sua peculiare struttura economica.**

“La Cina risulterà relativamente più stabile rispetto al resto del mondo nel caso di una crisi globale.”

Tuttavia, gli squilibri strutturali tra Oriente e Occidente sono destinati ad ampliarsi, perché la risposta alla decelerazione dell'economia è sempre la stessa. **La Cina continua a incrementare gli investimenti in fasi di ribasso del ciclo economico, mentre l'Occidente si impegna a sostenere la domanda iniettando ulteriore stimolo.** Le infrastrutture della Cina sono già una volta e mezzo quelle degli Stati Uniti, e ogni anno i cinesi costruiscono infrastrutture pari a più di un decimo di quelle statunitensi. Si tratta di una gigantesca espansione di capacità, con importanti conseguenze macroeconomiche per l'economia globale. L'industria chimica è un esempio calzante: la Cina ha imparato a operare in questo campo e ha attirato un'ondata di capitali privati, il che significa che sta creando attività su vastissima scala e in modo molto efficiente. La maggioranza delle persone a cui parlo di questo non capisce, o non si preoccupa degli equilibri globali e della stabilità a più lungo termine. A loro modo di vedere, dovrebbero semplicemente essere encomiati perché stanno “costruendo la Cina”. Ma per il resto del mondo questo significa che **attività equivalenti altrove diventeranno obsolete, traducendosi in una massiccia sparizione di valore azionario e debito.** A mio avviso, questo tipo di squilibri non farà che peggiorare, così come i contrasti politici tra Cina e Occidente.

Il mondo è alle prese con una quantità di debito più elevata che mai. Tutte le principali economie mostrano un rapporto tra debito e reddito superiore rispetto al 2008. Se in passato il debito era un problema, oggi lo è ancora di più. Negli USA, benché l'indebitamento finanziario si sia ridotto, non sono sicuro che si possa dire lo stesso per il debito delle famiglie e delle imprese.

**“Il futuro
dell’economia
globale
dipende da
come la Cina
saprà
riformarsi.”**

L’80% delle automobili degli Stati Uniti vengono acquistate contraendo debito, una percentuale che credo sia la più alta di sempre. E a mio avviso, l’anello debole della catena in questo contesto potrebbe essere lo *stock* di debito societario *offshore* in dollari, che ammonta a 12 trilioni, detenuto soprattutto da imprese dei mercati emergenti, la maggior parte delle quali non ha entrate in valuta estera. Dodici trilioni di dollari non possono essere tutti detenuti da banchieri privati, persone ricche e conti bancari privati: devono esserci somme ingentissime nei bilanci delle banche. Le società cinesi sono responsabili di tre trilioni di questo debito. Come faranno a ripagarlo? Le riserve in valuta estera della Cina ammontano a soli tre trilioni di dollari e non sono sicuro che il governo cinese le vorrà usare per intero per pagare i debiti delle imprese. La stabilità di questo paradigma dipende dalle quotazioni di attività quali le azioni e gli immobili, che sono a livelli *record*. Tuttavia, ci sono segnali che le quotazioni elevate delle attività stanno calando: i prezzi degli immobili in tutte le più grandi città stanno calando contemporaneamente per la prima volta dal 2008. Anche i corsi azionari sono in calo, soprattutto nel comparto tecnologico, così come accadde nel 2000.

Nel 2019, fattori politici, finanziari ed economici si combineranno e temo che forse stiamo assistendo alla fine di un’altra fase rialzista del mercato. La mia paura è che questo possa essere l’ultimo *bull market* che vedremo per molto tempo.

Il futuro dell’economia globale dipende da come la Cina saprà riformarsi. Al pari di altre economie dell’East Asiatico, la Cina ha abbracciato un modello di sviluppo basato sul modello “investi ed esporta”. Tuttavia, a differenza di altre economie dell’Est Asiatico, la Cina è troppo grande per seguire fino in fondo questo modello. Le esportazioni pro-capite della Corea del Sud ammontano a oltre 11 mila dollari. **Se la Cina dovesse raggiungere un livello simile, le proprie esportazioni raggiungerebbero un valore pressoché pari a quello del commercio globale totale odierno; il resto del mondo dovrebbe deindustrializzarsi almeno per metà.** Questo determinerebbe una reazione politica violenta contro il commercio internazionale. La Cina dovrà cambiare volontariamente corso, e presto, o si troverà costretta a farlo da uno sbarramento politico opposto al commercio globale.

Al contempo, la Cina crea più risparmio di qualsiasi altra economia. Ma poiché la valuta cinese è agganciata al dollaro, l’economia globale continua a funzionare con il sistema del dollaro.

Gli USA, al contrario, non hanno risparmi, hanno un debito pubblico pari al 100% del PIL, e deficit fiscali e commerciali gemelli pari a quasi un trilione di dollari. **Senza lo status speciale del dollaro, e la possibilità riservata agli USA di stampare dollari, l'economia globale non avrebbe potuto passare da una bolla all'altra. Il mondo cambierà solo nel momento in cui la Cina scollegherà la propria valuta dal dollaro e le permetterà di circolare liberamente.**

“Ogni ciclo del debito degli ultimi 40 anni è finito con una crisi finanziaria.”

Ogni ciclo del debito degli ultimi 40 anni è finito con una crisi finanziaria.

Quest'anno, le esportazioni della Cina sono in crescita dell'11%, pertanto l'economia globale deve essere ancora molto forte. Tuttavia, **non esiste un passaggio indolore da crescita buona a recessione. Il cambiamento accade sempre in modo rapido.** E secondo il mio punto di vista, non esistono attività rifugio.

Guardiamo cosa accadde negli anni Trenta: l'unica attività a non crollare fu l'oro, perché le Banche Centrali utilizzarono l'oro come base monetaria. Non sono sicuro che oggi esistano attività rifugio.

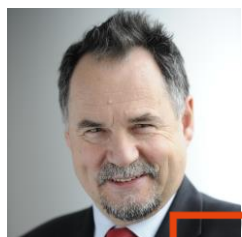
Il mondo sta entrando in un interregno. Un paradigma è diventato ormai obsoleto, senza che un altro abbia ancora preso piede. I mercati finanziari e l'economia globale saranno molto volatili. Investitori, imprese e governi devono prepararsi. ■

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). ■



Andy
Xie

Andy Xie è economista indipendente ed editorialista del “South China Morning Post”. Nel 2013, Bloomberg Magazine lo ha inserito nella sua classifica delle 50 persone più influenti dell'anno. La cinese First Finance lo ha nominato economista dell'anno per il 2011. Inizia la sua carriera di economista presso la Banca Mondiale, dove tra il 1990 e il 1995 si occupa di industria, commercio, del settore bancario e di progetti di assistenza nell'ambito delle telecomunicazioni in Indonesia e altri Paesi insulari del Pacifico. Tra il 1995 e il 1997 è direttore associato della Macquarie Bank a Hong Kong e a Singapore. Nel 1996 entra in Morgan Stanley dove lavora fino al 2006 in qualità di Capo Economista per la Cina. ■

A white rectangular box with a thick orange border is located on the left side of the page. Inside the box, the word 'Disclaimer' is written 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 - Partita IVA n. 12914730150 - 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