

# SINDROME CINESE

Nella seconda metà dell'anno non saranno decisivi solo gli Stati Uniti, la crescita del PIL cinese è stata al di sotto delle attese e il governo è impegnato nel difficile esercizio di garantire la crescita e nello stesso tempo evitare rischi finanziari

## L'inflazione torna a far paura ma ci pensa Powell a rassicurare.

Il presidente della Fed ha incontrato i membri del Congresso il giorno dopo la pubblicazione del dato di inflazione di giugno negli Stati Uniti, +5,4% e, nelle tre ore di confronto con Repubblicani ostili e Democratici preoccupati, ha ribadito il convincimento sulla transitorietà dell'inflazione. Nello stesso tempo, Powell ha rassicurato sulla prontezza della banca centrale a intervenire in caso contrario.

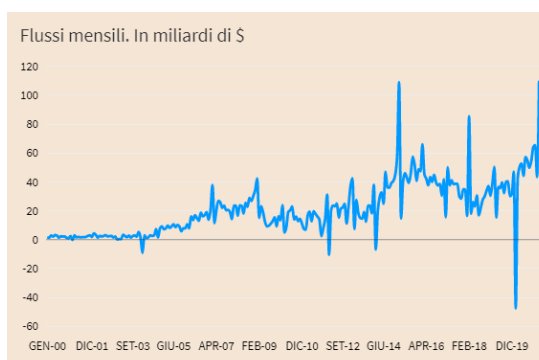
“Dormirò con un occhio aperto finché questo numero non comincerà a calare” ha ruvidamente detto un deputato repubblicano al capo della Fed che ha comunque mantenuto il punto: lo scenario generale non è cambiato, i driver dell'inflazione sono riconducibili a fenomeni temporanei, i rischi di inasprire adesso la politica monetaria sono maggiori rispetto a qualche mese di crescita dei prezzi superiore al livello obiettivo.

Il calo dei rendimenti nella parte lunga della struttura per scadenze sembra scontare l'affievolimento dell'effetto “molla” e un deterioramento delle condizioni economiche generali.

L'andamento dell'economia americana detta il passo dell'economia globale ma gli Stati Uniti non sono più soli, le dinamiche della crescita globale dipendono anche dall'altra grande economia che si affaccia sulla sponda opposta dell'oceano, non l'Atlantico, il Pacifico.

E' la Cina che, in una sorta di schema “first in, first out” nell'emergenza Covid, ha guidato il resto del mondo sulla curva della ripresa. L'effetto “molla” e il “Revenge Spending”, naturali reazioni al lungo periodo di compressione della domanda, hanno enormemente contribuito alle recenti performance dell'economia cinese. L'attività economica nel secondo trimestre è cresciuta di +1,3% (+7,9% anno su anno), sotto le attese e di molto inferiore al +18,3% del primo trimestre, più una risposta alla straordinaria debolezza del 2020 che forza

autonoma. Sono tornati a crescere le esportazioni e, dopo mesi di declino, il peso nel commercio internazionale: nel 2021 la Cina potrebbe mettere a segno un surplus record della bilancia commerciale, relegando la guerra commerciale con Trump nell'album dei ricordi.



Andamento della bilancia commerciale cinese (fonte: Il Sole 24 Ore, China State Administration of Foreign Exchange)

Sono tornati ad aumentare la produzione industriale e gli investimenti in capitale fisso, con loro è però salita anche la preoccupazione sulla qualità della crescita, alimentata dall'aumento del debito, il vero cruccio delle autorità di governo e monetarie. Nella seconda parte dell'anno dovranno esercitarsi a preservare la crescita economica e nello stesso tempo garantire la stabilità finanziaria. Uno schema di gioco difficile, avanzare e nello stesso tempo applicare il catenaccio, ovvero mettere un freno all'accelerazione del rapporto debito/PIL che nel 2020 ha superato il 300%.

Perlomeno, il rallentamento dell'attività economica nel secondo trimestre ha frenato anche la crescita dei prezzi: l'ultima rilevazione dei prezzi alla produzione è di 8,8%, al di sotto del picco di 9% in maggio. La Banca del Popolo ha immediatamente



**Carlo Benetti**  
Market Specialist  
di GAM (Italia) SGR  
S.p.A.

approfittato del maggior spazio di manovra e, con una mossa a sorpresa, ha preso in contropiede i mercati tagliando di cinquanta punti base il coefficiente di riserva obbligatoria delle banche. Il taglio, il primo dal marzo 2020, va nella direzione opposta alla politica restrittiva degli ultimi mesi.

La banca centrale giustifica la mossa con argomenti tecnici, una facilitazione alle banche in vista della minor liquidità per prossime scadenze di prestiti, ma non manca chi solleva dubbi sulla robustezza della ripresa nella seconda parte dell'anno. L'abbassamento delle riserve ha liberato liquidità per circa centocinquanta miliardi di dollari (un trilione di Renmimbi), un sollievo per piccole e medie società alle prese con una ripartenza irregolare e, soprattutto, con la crescita dei costi di produzione.

L'inflazione è piuttosto temuta in Cina. Si rivelò un inatteso alleato nella presa del potere del Partito Comunista nel 1949, ma il disordine monetario tra l'inizio della guerra con il Giappone nel 1937 e l'avvento della Repubblica Popolare fu devastante, uno dei più disastrosi della storia. L'iperinflazione cinese di quegli anni fu molto superiore all'iperinflazione della Repubblica di Weimar.

Come accade sempre nelle fasi di accelerazione dei prezzi, le conseguenze sono sempre distribuite in modo asimmetrico e a pagare i costi maggiori dell'inflazione fuori controllo furono i salariati e i dipendenti pubblici.

TABLE 21. INDEXES OF REAL SALARIES AND WAGES IN FREE CHINA, 1937-1943 (1937 = 100)

Year	Civil			Industrial		Rural Workers (Szechwan) <sup>6</sup>
	Servants (Chung-king) <sup>1</sup>	Teachers (Chung-king) <sup>2</sup>	Servicemen (Chung-king) <sup>3</sup>	Workers (Chung-king) <sup>5</sup>	Laborers <sup>4</sup>	
1937	100	100	100	100	100	100
1938	77	87	93	143	124	111
1939	49	64	64	181	95	122
1940	21	32	29	147	76	63
1941	16	27	21	91	78	82
1942	11	19	10	83	75	75
1943	10	17	57	74	69	58

Indici dei salari e stipendi reali in Cina 1937-1943 (fonte: Adam Tooze July 2021, Campbell e Tullock, 1953).

L'impoverimento dei funzionari pubblici, il malcontento popolare e la corruzione dilagante furono spinte potenti alla disaffezione verso il governo nazionalista di Chiang Kai-Shek, incapace di fronteggiare il disastro economico e la distruzione della capacità produttiva negli anni del conflitto. Nel febbraio 1949 il leader nazionalista andò in esilio nell'isola di Formosa, oggi Taiwan, portando con sé parte di quanto era rimasto delle riserve d'oro. Mao Zedong prese il governo del Paese e, nell'ottobre 1949, fondò la Repubblica Popolare.

Si verificò un'improvvisa accelerazione dell'inflazione anche nel 1988, innescata da una frettolosa liberalizzazione di molti prezzi. Nel 1989 l'inflazione aveva raggiunto il 18%, dietro alle richieste di maggiori libertà politiche e civili degli studenti in piazza Tienanmen c'erano anche le richieste di maggior potere negoziale nel mercato del lavoro: salari e stipendi erano rimasti indietro rispetto all'attività corrosiva dell'inflazione sul potere

d'acquisto del denaro. Il Partito Comunista esercita un ferreo controllo dell'attività economica e della pubblica opinione anche perché non dimentica le pericolose conseguenze di una crescita dei prezzi fuori controllo.

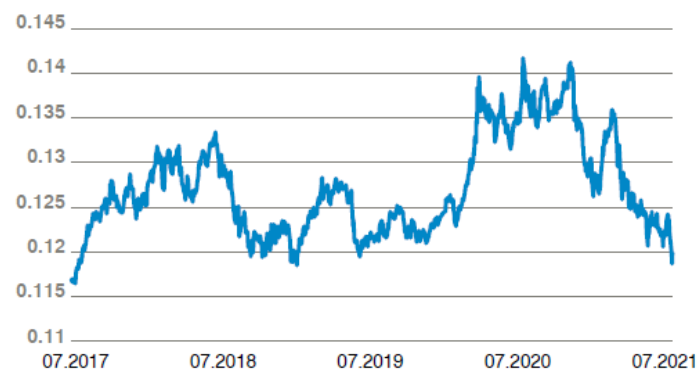


La foto di Henri Cartier-Bresson coglie la confusione tra la gente di Shanghai nel dicembre 1948 (fonte: Adam Tooze Jul 2021 <https://www.moma.org/collection/works/105310>).

Il taglio delle riserve obbligatorie da parte della Banca del Popolo è avvenuto in concomitanza con "altri segnali politici ancor più interessanti" scrive Rob Mumford di GAM: il governo ha chiesto una accelerazione nell'emissione di finanziamenti a sostegno delle energie rinnovabili e un ex membro della banca centrale ha accennato a un possibile taglio dei tassi ufficiali.

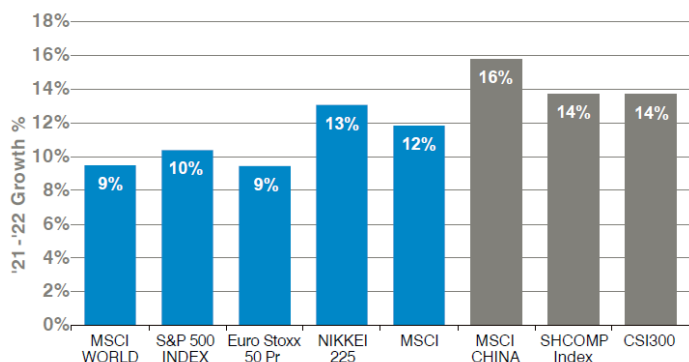
Sembra quindi che questi giorni di metà anno traccino una linea di demarcazione tra un primo semestre sotto il segno del tapering, sia pure con "caratteristiche cinesi", e un secondo semestre più concentrato sulla conservazione della crescita evitando rischi di crisi finanziarie.

La borsa cinese, sensibile come tutte le altre ai segnali della politica monetaria, ha mostrato sentimenti contrastanti, è rimasta indietro rispetto alle altre principali borse e oggi, al mutare delle condizioni generali, si trova con livelli di valutazione ancora più interessanti. Soprattutto i titoli della tecnologia, settore tra i più promettenti, vengono trattati a sconto rispetto ai loro valori storici e rispetto ai titoli di società del medesimo settore che, in tutti gli altri listini, vengono scambiati a premi elevati.



L'indice MSCI China in rapporto all'indice MSCI Asia ex Japan (fonte: GAM Investments, Bloomberg. Le performance passate non sono indicative né garanzia di rendimenti futuri).

Il dato del PIL di settimana scorsa autorizza a “pensare positivo” per la seconda parte dell’anno e considerare la volatilità come occasione per “favorevoli momenti di ingresso su specifici settori e società” scrive il nostro Rob Mumford. Le autorità di governo e monetarie continuano nel lavoro di “pulizia della casa” ovvero, come ha detto il premier Xi Jinping, stretta sorveglianza della politica del credito e prevenzione di rischi finanziari. Venti favorevoli alla spinta economica verranno anche dagli ulteriori programmi di stimolo americani.



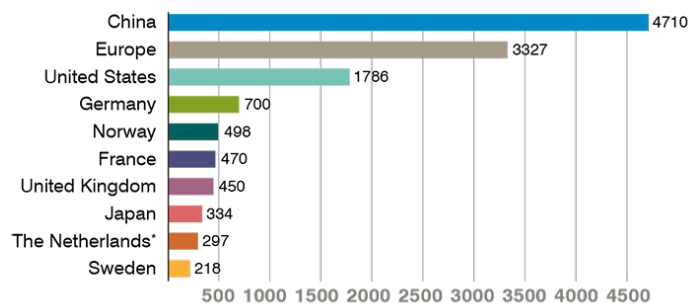
La borsa cinese mostra la maggior crescita di EPS per il 2021/2022 (fonte: GAM Investments, MSCI. Le performance passate non sono indicative né garanzia di rendimenti futuri).

Nel lungo periodo l’investimento nel mercato azionario cinese presenta almeno quattro punti di forza: resistenza ciclica, dimostrata nella reazione alla pandemia, crescita “premium”, ovvero tassi di aumento della ricchezza ineguagliati in nessuna altra area o paese, miglioramento della sostenibilità e qualità della crescita, valutazioni interessanti.

**Nel breve termine, i gestori di GAM Investments individuano opportunità di investimento in tre aree:**

1. la digitalizzazione, che resta un fattore centrale nella crescita economica del paese: coinvolge il settore dei consumi (tramite le vendite online), la ricerca (5G), il cloud computing, i semiconduttori;
2. la transizione ambientale: il Piano Quinquennale del 2021 mette molta enfasi sul traguardo della “carbon neutrality” per il 2060 e, di conseguenza, sugli enormi investimenti necessari per portare le energie rinnovabili a principale fonte energetica del paese.

3. anche la Cina è un paese vecchio: la percentuale di persone con più di 65 anni di età sul totale della popolazione, oggi sopra il 17%, è destinata a crescere e ci vorranno decenni prima che saranno avvertiti gli effetti della legge che autorizza il terzo figlio, approvata poche settimane fa. La diminuzione della forza lavoro spinge le aziende a maggiori investimenti in automazione e il governo ad approntare sistemi sanitari, welfare e assicurazioni in grado di assistere i molti milioni di futuri anziani.



\* The Netherlands figure corresponds to stock of plug-ins in use while the other figures are cumulative sales or registrations.

La Cina guida la classifica 2020 nelle vendite di veicoli elettrici (fonte: GAM Investments).

Nella seconda metà dell’anno non saranno decisivi solo gli Stati Uniti. Continueremo ad osservare con attenzione il mercato del lavoro e l’inflazione americani ma non perdiamo d’occhio le dinamiche del credito in Cina, lo sviluppo tecnologico, gli investimenti “green”.

Saranno importanti anche le relazioni con gli Stati Uniti, avversario strategico ma prezioso partner commerciale. La settimana scorsa la diplomazia cinese ha usato uno sgarbo alla vice-Segretaria di Stato Wendy Sherman negandole l’incontro, a Pechino, con la sua controparte. Era la prima visita ad alto livello dopo gli incontri in Alaska dello scorso marzo e, proprio come quelli, anche questo viaggio è stato infruttuoso. I rapporti tra i due paesi restano freddi ma fuori dai riflettori non si interrompe la collaborazione su aree di reciproco interesse, una di queste è proprio la sostenibilità ambientale.

Probabilmente sarà la diplomazia del pragmatismo ad avere la meglio, con forme di collaborazione e cooperazione in ambiti di mutuo interesse, un passo avanti rispetto allo stile dell’amministrazione Trump. Forse si può dire lo stesso dell’economia, i tempi della crescita impetuosa sono finiti, d’ora in avanti lo sviluppo economico sarà anche in Cina come nei paesi occidentali, irregolare e sconnesso.

Per maggiori informazioni visitate il sito [GAM.com](http://GAM.com)



**Importanti avvertenze legali:**

I dati esposti in questo documento hanno unicamente scopo informativo e non costituiscono una consulenza in materia di investimenti. Le opinioni e valutazioni contenute in questo documento possono cambiare e riflettono il punto di vista di GAM nell’attuale situazione congiunturale. Non si assume alcuna responsabilità in quanto all’esattezza e alla completezza dei dati. La performance passata non è un indicatore dell’andamento attuale o futuro.