

ASSOCIAZIONE DIRITTO AL FUTURO ETS-APS

OSSERVATORIO DI FINANZA INTERNAZIONALE

## **SCENARIO FINANZIARIO INTERNAZIONALE**

RASSEGNA DEI PRINCIPALI FATTI DEL TERZO TRIMESTRE. LA FEDERAL RESERVE SI PREPARA ALLA STRETTA MONETARIA, MA SI AFFACCIANO TIMORI DI UN RALLENTAMENTO ECONOMICO

di Alessandro Samorì

© Associazione Diritto al Futuro ETS-APS, 2021  
Via Mantova 19, 10153 Torino - Italia

Siti internet

<http://www.dirittofuturo.org>

<http://www.dirittoalfuturo.eu>

<http://www.righttothefuture.org>

Profilo Facebook

Diritto al Futuro ETS - APS

Account Twitter

@DirittoalFuturo

Indirizzo di posta elettronica:

[info@dirittofuturo.org](mailto:info@dirittofuturo.org)

Tutti i diritti riservati. È consentita la riproduzione a fini didattici e non commerciali, a condizione che venga citata la fonte



## SOMMARIO

Si affacciano i timori di un rallentamento economico.....	5
I principali fatti economico-finanziari in USA, Europa e Cina.....	11
Stati Uniti.....	11
Europa .....	13
Cina .....	14
Conclusioni .....	19

## Si affacciano i timori di un rallentamento economico

Come scrivevamo negli scorsi report, la strategia di fuoriuscita dalla crisi pandemica giocata dalle banche centrali (in modo particolare dalla Federal Reserve) fa leva su due requisiti, da un lato la ripresa economica e dall'altro il contenimento della spinta inflattiva. Se quest'ultimo era venuto meno nei fatti già nel secondo trimestre, nell'ultimo trascorso si sono addensate le preoccupazioni per una crescita economica al di sotto di quanto era stato sin qui previsto e da parte di alcuni analisti si è iniziato a parlare di stagflazione. Il richiamo è al periodo degli anni '70 successivo al 1973, in cui si ebbero, contemporaneamente, inflazione elevata e ristagno economico. Pensando ai giorni nostri, senza dubbio si possono trovare alcune analogie: uno shock esterno (che se al tempo fu la crisi petrolifera innestata dalla guerra arabo israeliana, ora è stata la crisi pandemica) ed una forte crescita dell'inflazione soprattutto legata alle materie prime.



Figura 1a - Indice Reuters/Jefferies CRB, che replica l'andamento di un paniere di materie prime dove le commodities agricole pesano per circa il 40%, il petrolio per il 33%, il gas 6%, l'oro e argento 7%, altre materie industriali circa 14%.

Fonte: investing.com



Figura 1b – La crescita dei prezzi dei trasporti di merci. Si noti l'impennata a partire dalla seconda metà del 2020 e in modo particolare nel 2021.

Fonte: zerohedge.com

Tuttavia, la complessità dell'analisi del fenomeno che stiamo vivendo, e che ne fa un caso a sé rispetto alla stagflazione degli anni '70, è dovuta alla unicità della recessione che si è vissuta, unicità che sta nella rapidità di discesa e poi di risalita del ciclo economico. Il fenomeno può essere apprezzato osservando l'andamento delle vendite al dettaglio negli Stati Uniti (figura 2) e confrontando il calo avvenuto nei primi mesi del 2020 con il picco del mese di aprile del 2021. Si può inoltre osservare (figura 3) l'effetto che si è avuto sulle scorte dei rivenditori al dettaglio, che non ha precedenti nei decenni recenti. La rapidità di questa risalita ha portato ad un effetto "molla" della domanda che ha avuto come risultato da un lato un aumento dei prezzi dei beni,

dovuto in buona parte, ma non solo, alla crescita dei prezzi delle materie prime, la cui corsa è continuata nell'ultimo trimestre e dall'altro a difficoltà di approvvigionamento che si sono riscontrate nell'aumento dei prezzi di trasporto di merci (figura 1b), in una progressiva riduzione delle scorte di magazzino e in questo trimestre in una vera e propria difficoltà di approvvigionamento in alcuni paesi.

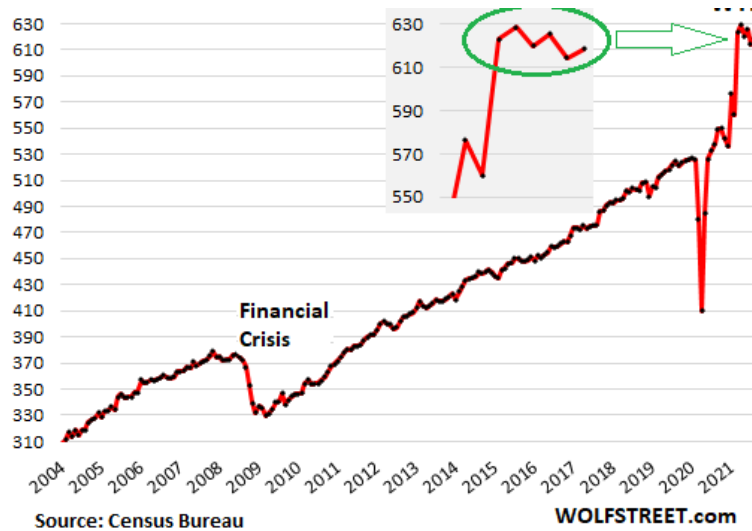


Figura 2 - Andamento delle vendite al dettaglio in USA.  
Fonte: wolfstreet.com



Figura 3 - Andamento del rapporto tra scorte e vendite in USA presso i rivenditori al dettaglio. Nella scala a sinistra sono indicati i mesi di scorte medi a disposizione dei rivenditori (sulla base del volume di vendite in ogni periodo).  
Fonte: wolfstreet.com

L'andamento del ciclo di ripresa economica, ne abbiamo già detto nei precedenti report, appare sfasato di 6 mesi tra l'area che ha per prima superato la crisi pandemica, la Cina, e l'ultima che ne è uscita, l'Eurozona, con gli USA che stanno in mezzo. Se già nello scorso trimestre la Cina aveva mostrato il rientro nell'alveo della normalità di crescita pre-pandemica (citiamo di nuovo la figura 4 già utilizzata nello scorso report, che fa riferimento al secondo trimestre), è stata negli ultimi mesi la volta degli USA, almeno per quello che riguarda i consumi, che si sono stabilizzati dopo aver ampiamente compensato (anche grazie agli stimoli fiscali) quanto perso nel 2020 (si veda la già citata figura 2).

**Chart 7: China economy has slowed**  
Indicators of Chinese economic growth slowing



Source: BofA Global Investment Strategy, Bloomberg, National Bureau of Statistics of China  
BofA GLOBAL RESEARCH

Figura 4 - Andamento di alcuni indicatori economici in Cina che evidenziano il ritorno alla normalità pre pandemica dopo il crollo del primo trimestre 2020 e la forte ripresa di quelli immediatamente successivi. In blu gli investimenti in beni durevoli, in azzurro le vendite al dettaglio, in giallo la produzione industriale. I dati sono aggiornati al secondo trimestre del 2021.

Fonte: BofA Global Research.

La complessità della situazione in corso si riverbera anche sulla affidabilità delle previsioni economiche che se nello scorso trimestre erano state riviste, per gli USA, a rialzo (così come è successo in questo trimestre per l'area euro), hanno visto via via, durante quello in corso, una riduzione a ribasso sia per gli USA, sia per la Cina. Se da un lato in USA rimane piuttosto bassa la fiducia dei consumatori (tornata a livello dei primi mesi dallo scoppio della pandemia) anche a seguito del rialzo dei prezzi, in Cina pesano ora le preoccupazioni per gli effetti della crisi della società Evergrande (di cui diremo in seguito), sia sul settore immobiliare, sia sulla crescita economica cinese e, di conseguenza, mondiale. L'Europa (che pare finalmente avviata ad una uscita definitiva dall'emergenza pandemica), sta vivendo la medesima fase che lo scorso trimestre era toccata agli USA, con una forte crescita dei consumi e della produzione industriale e aspettative del PIL a rialzo che si sono fatte ulteriormente sentire, sia sul piano inflattivo (con dati di crescita dei prezzi che non si vedevano dai primi anni '90) sia con le prime difficoltà di approvvigionamento di beni intermedi e di materie prime.

Sul piano più prettamente finanziario, la realtà sta lentamente costringendo la Federal Reserve ad anticipare i tempi attesi per il primo rialzo dei tassi. Se infatti pareva scontato l'inizio della riduzione degli acquisti di titoli a partire dalla fine dell'anno in corso (e questo è stato sostanzialmente confermato, pur senza scriverlo esplicitamente, dall'ultima riunione del FOMC di settembre), più rilevante appare osservare come negli ultimi due trimestri le previsioni per un primo rialzo dei tassi si siano spostate dal 2024 al 2022 a fronte di una inflazione che ancora la Fed continua a sostenere essere "temporanea", ma si è comunque stabilizzata oltre il 5% per il quarto mese consecutivo a fronte di un obiettivo (medio) del 2%.

Riguardo la riduzione degli stimoli monetari in USA, secondo quanto ha fatto intuire Powell nella conferenza stampa dopo il FOMC di settembre, il cosiddetto tapering dovrebbe cominciare al più tardi a dicembre e portare gli acquisti di titoli a zero entro la metà del 2022. Che la liquidità iniettata ogni mese (120 miliardi) stesse diventando ormai poco utile all'economia e alla contrazione di prestiti, era abbastanza evidente anche solo dall'analisi del mercato interbancario dove le operazioni di reverse repo partite dal mese di aprile per contrastare la progressiva discesa del tasso di interesse effettivo, sono arrivate a livelli record (si veda la figura 5). Nei fatti la Federal Reserve sta continuando ad iniettare denaro nel sistema (120 miliardi al mese), ma tale danaro non viene utilizzato a sufficienza, tanto che le banche lo depositano nottetempo presso la Fed contribuendo ad abbassare il tasso interbancario (fed funds rate) a valori molto vicini alla soglia inferiore

del “corridoio” e questo la costringe a ritirare liquidità dal mercato con operazioni a breve (vendendo titoli obbligazionari) per cercare di invertire la tendenza <sup>1</sup>.

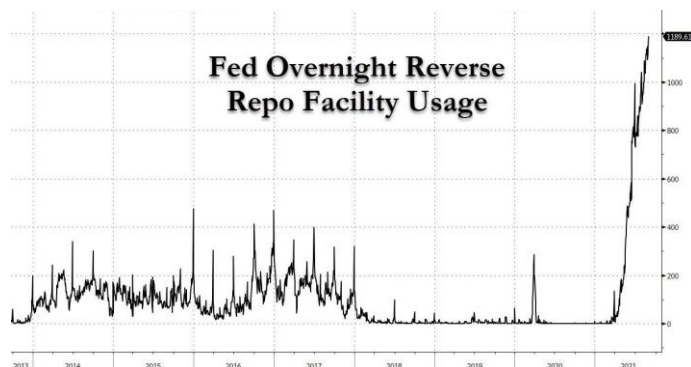


Figura 5 - Volume dei reverse repo in USA.  
Fonte: zerohedge.com

Se i tassi di interesse nominali sono ormai a zero ovunque da tempo, ai fini dell’analisi della direzione degli asset finanziari è utile evidenziare come i tassi reali (quindi depurati dall’inflazione) siano in questi ultimi mesi sprofondata a valori negativi che non si erano mai visti in precedenza e sia in Europa sia in USA anche i junk bond hanno rendimenti reali ormai sotto lo zero (figure 6,7 e 8).



Figura 6 - In rosa l’andamento dell’inflazione nell’eurozona, in blu il rendimento dei bond high yield che sono ora inferiori all’inflazione (quindi hanno rendimento reale negativo).  
Fonte: ft.com

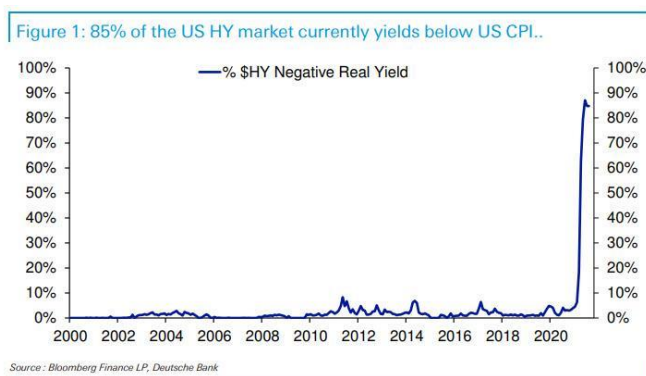


Figura 7 - In USA l’85% dei bond high yield hanno un rendimento inferiore all’inflazione. Si noti il picco partito dal 2020.  
Fonte: zerohedge.com

<sup>1</sup> Per una spiegazione di dettaglio su cosa sono i reverse repo si veda questo nostro articolo: [https://www.dirittofuturo.org/?page\\_id=69](https://www.dirittofuturo.org/?page_id=69)



## Charts in Focus: Decoupling Effective Funds Rate Less CPI at All-Time Low



Source: Bloomberg as of Sept. 15, 2021

Figura 8 - Rendimento reale dei Fed Funds rate  
Fonte: Bloomberg – Isabelnet.com

A fronte di questo scenario, pare non così strano (almeno per ora) che, in Europa e in USA, i mercati azionari abbiano continuato, senza quasi nessuna esitazione, nel loro rialzo, incuranti di inflazione e di un atteggiamento meno accomodante della Federal Reserve verso le possibilità di rialzo dei tassi. Nelle ultime settimane è comunque opportuno segnalare come il rialzo del rendimento del treasury decennale americano abbia portato a qualche vendita. Il valore di 1,5% pare in grado, come era già successo a febbraio e marzo scorsi, di innescare vendite sui mercati azionari, anche se pare davvero difficile prevedere quando e a quali condizioni gli eccessi che si sono accumulati potranno essere smaltiti. Se negli scorsi report avevamo evidenziato come la novità del periodo post covid fosse stata la diminuzione dei buybacks e la crescita del peso dei piccoli operatori (e della loro esposizione in leva) nell'alimentare il rialzo dei mercati, nel 2021 è ritornato a salire anche il contributo delle società quotate, con il riacquisto di azioni proprie (buybacks appunto), come mostrato in figura 9.

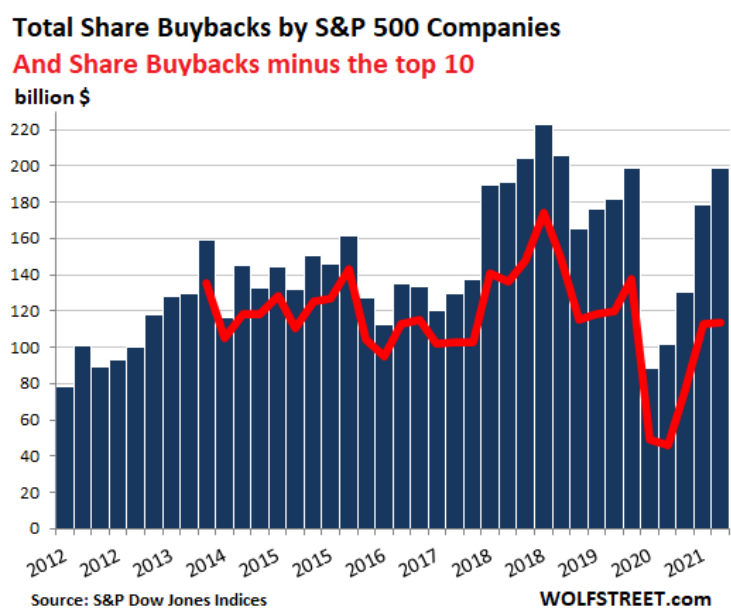


Figura 9 - Volume dei buybacks in USA (in blu). In rosso il volume dei buybacks decurtato di quelli delle prime 10 aziende per volume di buybacks.  
Fonte: wolfstreet.com

Allargando lo sguardo al debito complessivo del pianeta, gli ultimi dati ne mostrano una ulteriore crescita in valore assoluto, seppur è scesa nell'ultimo trimestre la % rispetto al PIL, grazie al contributo della crescita del PIL nominale stesso (anche a seguito dell'inflazione).

**Chart 1: Global debt is fast approaching \$300 trillion**



Source: IIF, BIS, IMF, National sources

Figura 10 - Andamento del debito complessivo del mondo (in blu). In rosso il debito rapportato al PIL (scala a destra)  
Fonte: zero hedge.com

In sintesi, da un lato il primo pericolo, quello dell'inflazione, sembra per il momento destinato a durare ancora un po' (pur non essendo probabilmente strutturale), dall'altro i prossimi mesi potranno dirci se il secondo fattore, quello della crescita economica, potrà ulteriormente complicare il cammino delle banche centrali verso l'uscita da questa crisi economica, ma soprattutto nella gestione dell'eccesso di debito e delle conseguenze che ha creato. Come sempre succede, quando gli asset si gonfiano troppo, se qualcosa va "storto" sul fronte finanziario, gli effetti non possono che essere anche economici. Per aggiungere uno spunto di riflessione alleghiamo in figura 11 la crescita della componente della ricchezza delle famiglie USA ora detenuta in azioni che ha ormai superato quella dell'ultima vera bolla azionaria, la "internet bubble" del 1999-2000.

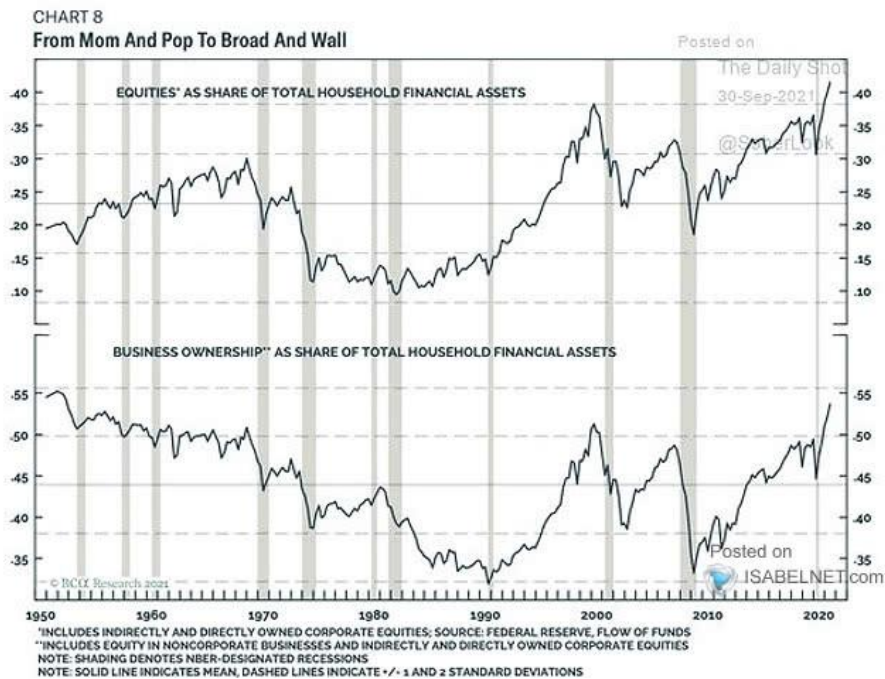


Figura 11 - Quota di ricchezza finanziaria delle famiglie americane detenuta in azioni (grafico in alto).  
Fonte: isabelnet.com

## I principali fatti economico-finanziari in USA, Europa e Cina

### Stati Uniti

La lettura del dato di crescita economica del secondo trimestre (6,7% e superiore alle attese degli analisti), registra la fase di massima espansione avvenuta nel trimestre precedente a quello oggetto di analisi in questo report. La crescita del trimestre appena trascorso è invece prevista in leggera contrazione da una parte degli analisti e la stessa Fed a settembre ha rivisto a ribasso la previsione per l'anno in corso (al 5,9% annuo rispetto al 7% delle stime di giugno). La fiducia dei consumatori (figura 12) è tornata ai livelli dei primi mesi del 2020 ed a pesare sono molto probabilmente le preoccupazioni per un'inflazione che si è stabilizzata oltre il 5% e la crescita dei prezzi alla produzione ad agosto è arrivata all'8,3% (rispetto al 7,8% di luglio).



Figura 12 - Andamento fiducia dei consumatori in USA.  
Fonte: tradingeconomics.com

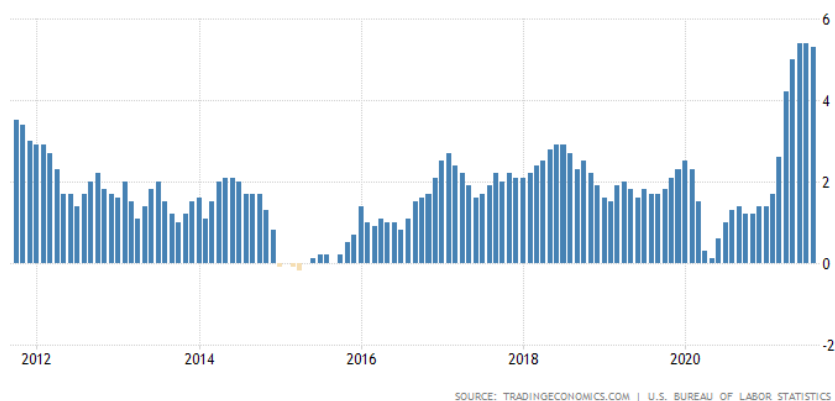


Figura 13 - Andamento dell'inflazione in USA.  
Fonte: tradingeconomics.com

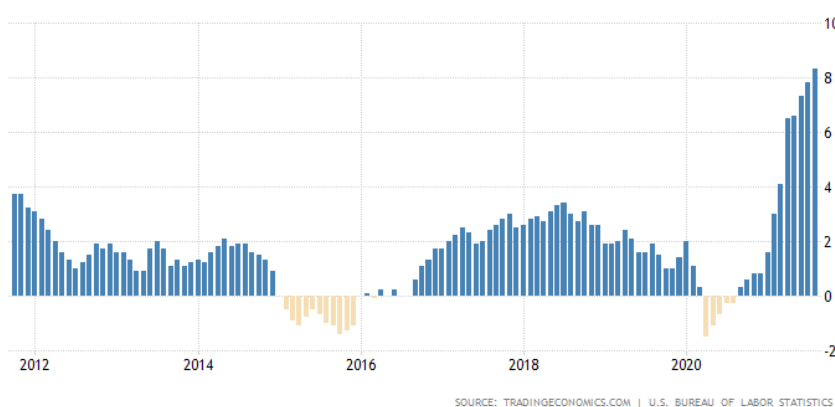


Figura 14 - Andamento dei prezzi alla produzione in USA.  
Fonte: tradingeconomics.com

I toni della Federal Reserve sono diventati nel corso dei mesi sempre più “hawkish”<sup>2</sup> e sono stati confermati durante la conferenza stampa che Powell ha tenuto a seguito del FOMC di settembre. In questa occasione il governatore ha fatto capire che qualora i dati dell’occupazione siano “almeno decenti”, entro la fine dell’anno (con annuncio probabile durante la riunione di novembre) inizierà la riduzione di acquisti di titoli che arriveranno a zero entro la metà del 2022. Proprio i dati sull’occupazione sono i soli che ancora possono giustificare in qualche modo un atteggiamento attendista della Federal Reserve verso il ritorno alla “normalità” delle politiche monetarie. Sia la disoccupazione (ora al 5,2%) sia il tasso di occupati (58,5%), pur con dati in progressivo miglioramento, sono infatti ancora largamente peggiori di quelli precedenti la pandemia. Nonostante questo, come mostrato nella figura 15, l’analisi dei dot plot mostra che la tendenza generale dei membri del FOMC stia andando ormai verso un inizio di rialzo dei tassi già il prossimo anno (sino a 6 mesi fa nessun rialzo era in programma sino al 2024). Resterà poi da vedere (e questo non aiuta la Fed) in quale misura il rialzo dei tassi potrà aiutare davvero il contenimento dell’inflazione, dato che una buona parte di essa, come già detto, ha natura esogena ed è legata allo stress subito dalla catena di approvvigionamento globale e dalla domanda di materie prime.

<sup>2</sup> Con il termine “hawkish” si intende un atteggiamento orientato ad una restrizione monetaria, con “dovish” invece si intende un atteggiamento favorevole all’espansione (tassi di interesse bassi ed iniezioni di liquidità).

Figure 2. FOMC participants' assessments of appropriate monetary policy: Midpoint of target range or target level for the federal funds rate

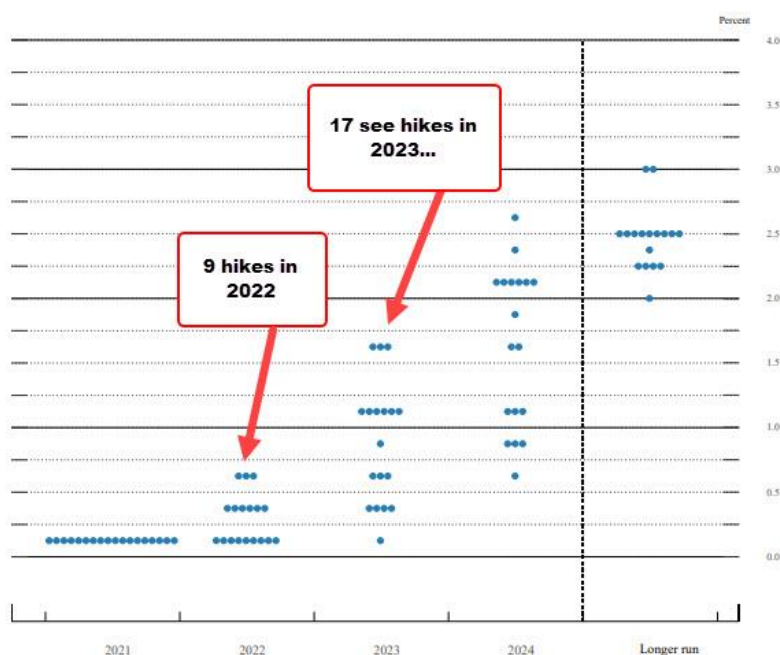


Figura 15 – Il dot plot è un documento che viene prodotto dal FOMC (Federal open market committee) in cui tramite dei puntini, i membri del cosiddetto Board of Governors indicano, per i tre anni successivi, le loro aspettative riguardo il range in cui si troveranno i Fed funds rate. Fonte: forexlive.com

## Europa

Il giorno 8 luglio la Bce ha ufficializzato la sua nuova strategia di politica monetaria, aggiornando quindi quanto era in vigore dal 2003. Pur mantenendo come obiettivo quello di un’inflazione al 2%, la Bce adotterà una strategia “simmetrica” in cui sia gli scostamenti superiori sia quelli inferiori saranno considerati ugualmente inopportuni. Questo si discosta dalla strategia precedente in cui l’attenzione maggiore veniva rivolta ad eventuali rialzi sopra la soglia più di quanto non avvenisse per i periodi in cui l’inflazione era inferiore. Se nei fatti negli ultimi anni questo approccio era stato lentamente rivisto, dato che l’inflazione ha quasi sempre stazionato al di sotto del livello del 2%, è importante notare come questo aspetto sia stato formalizzato e come nello stesso tempo sia stata chiarita la volontà di aggredire le eventuali discese sotto l’obiettivo in maniera maggiore di quanto fatto sino ad ora con strumenti, si dice, che essendo difficile portare i tassi di interesse negativi oltre una certa soglia, non potranno che essere quelli di una politica effettuata tramite acquisti di titoli e operazioni di rifinanziamento.

Tali operazioni, evidenzia la Bce, potrebbero portare l’inflazione a stazionare “per un periodo transitorio” sopra il livello atteso del 2%. Se nella dichiarazione della Bce non viene specificato quale sia tale periodo, in modo da permettere alla Banca una certa flessibilità di gestione, a seguito della riunione del Board della Banca del 22 luglio, le dichiarazioni di Christine Lagarde, hanno dato alcune indicazioni in proposito. La Bce non modificherà i tassi sino a che l’inflazione non raggiungerà l’obiettivo del 2% con un certo anticipo (“well ahead”) rispetto alla fine dell’orizzonte temporale delle sue previsioni economiche. Interrogata in conferenza stampa su cosa significasse “well ahead”, Lagarde ha dato come indicazione “il punto di mezzo”. Ciò significa che se le proiezioni temporali della Bce sono di 3 anni, un intervento di politica monetaria ci potrà essere solo se l’obiettivo del 2% fosse raggiunto già un anno e mezzo prima del termine di tale proiezione.

In sintesi, se nel breve periodo la riunione della BCE non ha portato grosse novità dal punto di vista operativo, di certo la nuova “forward guidance”, si dimostra più aggressiva della precedente (soprattutto se letta insieme alla nuova strategia adottata dall’8 luglio) e foriera di stazionamenti su livelli di inflazione relativamente più elevati rispetto a quanto previsto prima senza che la Banca si senta in dovere di effettuare strette monetarie (Lagarde non ha specificato valori, ma si può stimare che nulla succederebbe sino ad una inflazione complessiva al 2,5%). Una situazione questa che difficilmente porterebbe a un clima di unanimità all’interno del board, data la ritrosia di molti paesi ad accettare escursioni eccessive dei prezzi. Unanimità, del resto, che già nella presente ricalibrazione della forward guidance, ha dichiarato Lagarde, il board non è riuscito a raggiungere.

Le occasioni di discussione molto probabilmente non tarderanno, perché se per il momento la BCE non ha modificato la sua previsione di acquisti di titoli, i dati sull’inflazione dell’eurozona hanno segnato ad agosto numeri che non si vedevano dagli anni ’90, con un dato complessivo del 3,4% (ma una inflazione core al 1,9%) e colpisce soprattutto il dato tedesco a 4,1% (inflazione core al 2,8%), che la Bundesbank prevede possa spingersi a fine anno sino al 5%.

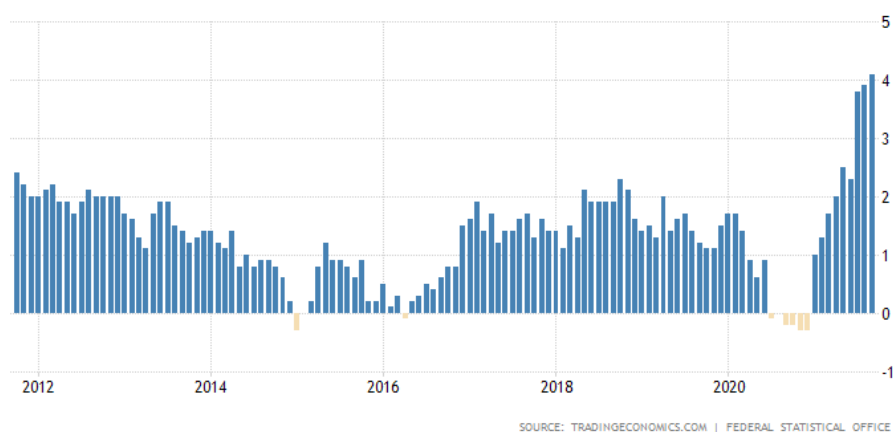


Figura 16 – Inflazione in Germania  
Fonte: tradingeconomics.com

Sino ad ora, così come la Fed, la BCE sta continuando a recitare il “copione” di un rialzo “temporaneo”, che diventerà sempre meno credibile, e foriera di pressioni da parte dei cosiddetti paesi “frugali”, qualora questi numeri dovessero confermarsi o addirittura salire.

Anche se per ora fuori dai riflettori a seguito della sospensione del patto di stabilità, è comunque utile rilevare come nel 2021 il debito pubblico dell’eurozona abbia superato il 100% del PIL (era 83,9% nel 2019) con alcuni paesi che hanno raggiunto livelli senza precedenti nel dopoguerra: Grecia: 209% (era a 180,5%), Italia: 160% (era a 134,6%), Portogallo 137% (era a 116,8%), Spagna: 125,2% (era a 95,5%) e Francia: 118% (era a 97,6%).

## Cina

L’OCSE ha stimato la crescita cinese all’8,5% nell’anno e 5,8% nel 2022, meno ottimista l’FMI (8,1% e 5,7%). Di pari passo gli ultimi dati sullo stato dell’attività industriale hanno però fatto registrare un progressivo rallentamento, con indici in costante calo (figura 17) tanto che la banca centrale, per cercare di stimolare la crescita, ha ulteriormente tagliato le riserve obbligatorie delle banche e iniettato liquidità nel sistema. Come se non bastasse, nell’ultimo mese la crisi di approvvigionamenti di materie prime e in modo particolare di quelle energetiche, sta mettendo in difficoltà diverse aree del paese che è costretto in alcuni casi ad attivare restrizioni nel consumo.



Figura 17: indice NBS Manufacturing PMI in Cina. L'indice registra l'andamento del settore manifatturiero nel paese.  
Fonte: tradingeconomics.com

Al di là delle analisi e previsioni sulla crescita futura, in questa fase molto complessa e di difficile comparazione dati gli shock di domanda (a rialzo e a ribasso) a cui si è assistito nell'ultimo anno e mezzo (lo abbiamo visto sopra per USA ed Europa), nel trimestre appena passato alcuni fatti hanno destato l'attenzione degli analisti e dei mercati finanziari. Il governo cinese ha introdotto una serie di regolamentazioni e inflitto multe ad alcune società private del settore scolastico e dell'intrattenimento digitale, questi fatti, uniti alle precedenti azioni nei confronti di Jack Ma e delle sue aziende, hanno attivato alcune vendite sui mercati azionari della Cina (e sullo Yuan), mercati che sono tornati, per alcuni indici, ai livelli che avevano ad inizio 2020. Oltre a questo, il segretario del Pcc Xi Jinping ha annunciato in un discorso pubblico la necessità di ridurre le disuguaglianze nel paese e ha chiesto a chi si è arricchito di contribuire di più alla ricchezza collettiva al fine di una "comune prosperità". Comunque la si pensi, i richiami del leader cinese appaiono tutt'altro che fuori luogo, dato che il paese è governato da un partito che si definisce comunista, ma le disuguaglianze in Cina negli ultimi decenni sono cresciute parecchio e questo paese, secondo l'indice di Gini, ha disuguaglianze di reddito superiori a quelle degli USA<sup>3</sup>; se questo (le elevate disuguaglianze) è un fatto piuttosto comune tra i paesi emergenti (la situazione non è molto diversa in India), è anche vero che la Cina presto uscirà da questa categoria e si trova ormai ad essere la seconda economia mondiale. Comunque sia, se si è trattato per ora solo di dichiarazioni, esse, insieme al resto, hanno sollevato ulteriori dubbi da parte di molti investitori internazionali sugli effetti di queste scelte sulla attrattività futura del mercato finanziario cinese, non ultime le dichiarazioni del miliardario Soros<sup>4</sup>.

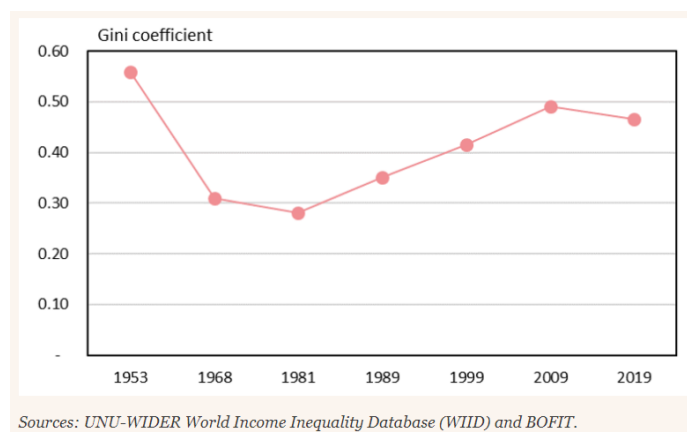


Figura 18: andamento dell'indice di Gini in Cina. Per un confronto, secondo i dati della World Bank, nel 2018 l'indice in USA era a 0,41 e in Francia 0,32.

Fonte: Bofit

<sup>3</sup> Per un approfondimento sul tema si veda:

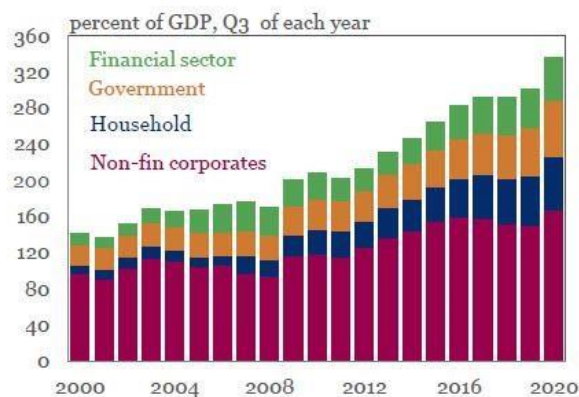
<https://blogs.lse.ac.uk/businessreview/2019/04/01/income-inequality-is-growing-fast-in-china-and-making-it-look-more-like-the-us/>

<sup>4</sup> <https://www.milanofinanza.it/news/soros-che-errore-commette-blackrock-a-voler-entrare-in-cina-202109061956526806>

È del mese di settembre l'esplosione della crisi della società Evergrande Real Estate, società immobiliare a capitale privato la cui capogruppo (Evergrande Group) ha sede legale alle isole Cayman. Evergrande Group, che conta circa 200.000 dipendenti, oltre che nel settore immobiliare (per cui è il secondo operatore in Cina) è attivo in altre aree di business come i beni di consumo, le auto elettriche e i servizi di intrattenimento. L'indebitamento della società è progressivamente cresciuto negli anni, sino alla cifra di 300 miliardi di dollari (pari al 2% del PIL del paese) e nelle ultime settimane del mese ha annunciato difficoltà nel pagamento delle prossime cedole delle sue obbligazioni. Queste notizie hanno fatto crollare il prezzo dei titoli in borsa e il valore dei suoi bond e crescere le ipotesi di un default della società. Nei fatti il suo futuro è nelle mani del governo cinese, senza il supporto del quale il default appare ormai certo.

La crisi di Evergrande ha risollevalo i timori, che aleggiavano da diversi anni, di uno scoppio della bolla immobiliare in Cina, settore che occupa circa il 30% del PIL del paese, tanto che da alcune parti si è inizialmente richiamato alla crisi dei mutui subprime partita dagli USA nel 2008, e ad un rischio di contagio nel sistema finanziario nell'intero pianeta. Nella realtà il rischio contagio finanziario è piuttosto basso. Come mostrato nella figura 19, il debito cinese è elevato, secondo solo a quello USA in valore assoluto ed il primo se confrontato con il suo PIL: il 335%. Oltre a questo, è in costante crescita in modo particolare quello privato, in cui viene conteggiato oltre al debito delle famiglie, delle istituzioni finanziarie e delle aziende private, anche quello delle aziende in mano allo stato (SOE: state owned enterprise). Esso è però in buona parte detenuto all'interno del paese e il suo mercato obbligazionario, che pur è il secondo al mondo, è soprattutto costituito da bond cosiddetti onshore, cioè destinati all'acquisto da parte di residenti in Cina.

Chart 4: China's total debt hit 335% of GDP



Source: IIF, BIS, IMF, National sources

Figura 19 – Andamento del debito complessivo in Cina.  
Fonte: zero hedge.com

È inoltre importante ricordare che la possibilità per i risparmiatori privati cinesi di acquistare obbligazioni è ancora piuttosto limitata ed il mercato è in buona misura in mano al sistema bancario (in gran parte statale) che detiene oltre il 90% degli asset finanziari in circolazione (quindi sia obbligazioni sia prestiti) e il 70% delle obbligazioni, solo l'1% è in mano ai piccoli investitori. Le cosiddette obbligazioni off-shore (cioè destinate al mercato estero) sono una parte molto ridotta del complesso del mercato obbligazionario cinese e ne costituiscono ora poco più del 3%, come mostrato in figura 20, in cui si può però apprezzare la crescita che questo mercato sta registrando negli ultimi anni, seppur il suo peso, rispetto al totale dei bond emessi in Cina, e ancor di più rispetto al totale di quelli emessi nel mondo, sia piuttosto marginale.



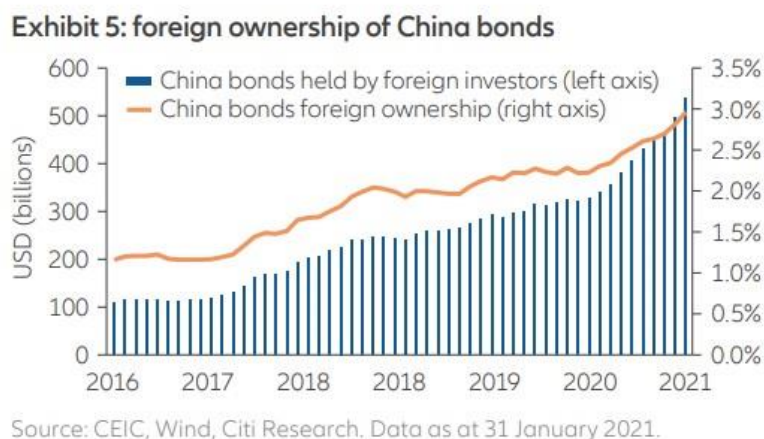


Figura 20 - Quantità di bond cinesi detenuti da stranieri (in blu scala a sinistra) e percentuale sul totale dei bond emessi nel paese (in arancio scala a destra).

Fonte: Allianz Global Investors

Tornando allo specifico caso di Evergrande, i suoi bond offshore (cioè quelli destinati ad operatori esteri) sono classificati come High Yield, dato il loro livello di rischiosità. In questa categoria, l'esposizione mondiale sui bond High Yield cinesi è pari solo al 4% del totale di quelli emessi nel pianeta e di questi i bond di Evergrande, secondo una stima fatta da UBS, ne costituiscono circa il 10%.

La crisi Evergrande può quindi essere preoccupante non tanto per i suoi effetti di contagio finanziario quanto per quelli di tipo economico sulla Cina e quindi sul mondo. Il mercato immobiliare è da sempre sotto osservazione in Cina, dato il forte peso sul PIL del paese e dato che negli anni ha accumulato una quantità di case invendute che sono stimate per una cifra superiore ai 60 milioni (per fare un confronto si consideri che in USA la quantità di appartamenti vuoti è attualmente di circa 3 milioni)<sup>5</sup>.

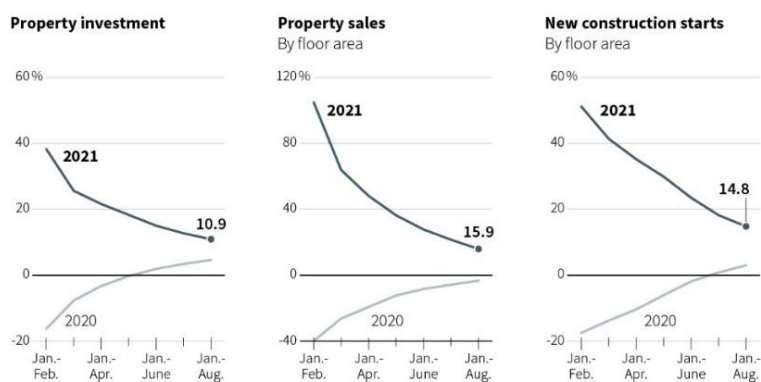
Se la contrazione del mercato immobiliare era già sensibile da fine anno (figura 21), l'evento di Evergrande potrebbe avere molteplici effetti. Da un lato sul fronte della fiducia verso questo mercato da parte di famiglie e investitori (un fallimento della società potrebbe portare a perdite di chi ha pagato anticipatamente appartamenti in costruzione che mai verranno completati oltre che la perdita dell'intero o parte del capitale da parte dei sottoscrittori del debito della società), dall'altro sulla leva finanziaria nel settore che il governo potrebbe decidere prudentemente di ridurre, con effetti inevitabili sulla crescita complessiva, almeno nel medio periodo. Del resto, la riduzione della crescita del settore mostrata in figura 21 era già in parte stata dovuta alle restrizioni del governo nell'ultimo anno con limitazioni alla possibilità delle società del settore di indebitarsi. Ultimo, ma non meno importante è da tenere in considerazione che il settore immobiliare è una delle principali entrate per le municipalità, che incassano notevoli quantità di gettito dalla cessione dei terreni ai costruttori per edificare nuove unità abitative.

<sup>5</sup> <https://www.bloomberg.com/news/articles/2019-02-27/vacant-apartments-strain-china-s-housing-market>

## China's property investment slows

China's real estate investment has sharply slowed due to policy rules since the second half of 2020 requiring developers to rein in their debt relative to the cash and assets that they hold. Property sales have also eased due to tighter curbs on speculative purchases.

### YEAR-ON-YEAR PERCENTAGE CHANGE



Source: China's National Bureau of Statistics

W. Foo, 21/09/2021

REUTERS

Figura 21 – Contrazione del mercato immobiliare nell'ultimo anno in Cina.

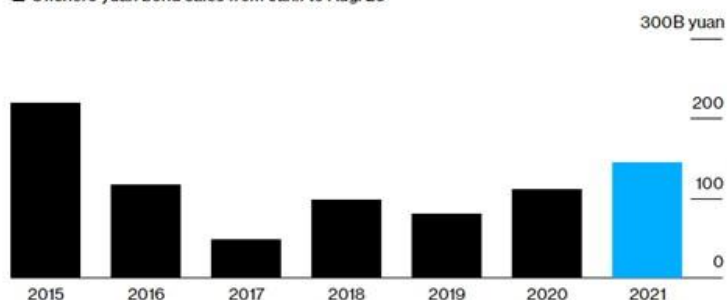
Fonti: China's National Bureau of Statistics - Reuters

Che le municipalità abbiano bisogno di denaro in modo crescente potrebbe essere indicato da quanto avvenuto di recente, cioè il collocamento da parte di alcune di esse, in via sperimentale, di bond off-shore da vendere all'estero. Che si tratti solo di un "esperimento" o piuttosto di una reale necessità per attrarre capitali a fronte di crescenti difficoltà nel reperirlo "in casa" non è dato saperlo. La crescita nell'emissione di bond off-shore soprannominati "dim sum bond", cioè bond denominati in Yuan off-shore (la valuta parallela scambiata solo all'estero)<sup>6</sup> può essere però significativa della necessità di reperire capitali da parte di alcuni attori del mercato cinese.

### Bond Boom

Dim Sum bond sales are set for the highest since 2015

■ Offshore yuan bond sales from Jan.1 to Aug. 25



Source: Bloomberg

Figura 21 – Emissione in Cina di "dim sum bond": bond off shore (cioè destinati a compratori esteri) ed emessi in Yuan.

Fonte: Bloomberg

Se quindi è vero che il governo cinese potrebbe approfittare di questo "episodio" per stringere ulteriormente i controlli sul settore e ridurre la quantità di debito dedicata ad esso, iniziando a cercare di smaltire gli immobili invenduti e convogliare risorse verso altre attività, in linea con la nuova strategia della "doppia circolazione", volta a migliorare le condizioni della classe media e ad accrescere ulteriormente gli investimenti

<sup>6</sup> Per una analisi del sistema finanziario cinese si può fare riferimento al nostro report n° 9

[https://www.dirittofuturo.org/wp-content/uploads/2021/01/OSFI\\_Scenario\\_di\\_finanza\\_internazionale\\_n\\_9\\_dicembre\\_2020.pdf](https://www.dirittofuturo.org/wp-content/uploads/2021/01/OSFI_Scenario_di_finanza_internazionale_n_9_dicembre_2020.pdf)

nel settore della tecnologia, è altrettanto vero che il peso del settore sul PIL e sul gettito del paese, dovrebbe escludere decisioni troppo radicali in modo da evitare effetti sul sistema paese stesso. Solo in futuro potremo sapere se tali misure impatteranno sulla crescita complessiva cinese con effetti inevitabili sul resto del pianeta, preoccupazioni queste che hanno contribuito in questi mesi a paventare un rischio di ristagno economico di cui sopra si è ampiamente detto.

## Conclusioni

I mercati finanziari non paiono ancora credere al pericolo inflattivo, nonostante i rialzi dei prezzi abbiano raggiunto cifre che non si vedevano dai primi anni '90. Del resto, l'inflazione media attesa per i prossimi 5 anni, secondo ciò che emerge dall'analisi del valore delle obbligazioni legate all'inflazione<sup>7</sup>, a fine settembre era del 2,2%; dato molto simile al 2,3% di crescita della PCE (personal consumption expenditure, l'indicatore utilizzato dalla Fed per misurare l'inflazione) rilasciato dall'ultima riunione del FOMC come previsione per il 2022. Sulla base di quanto è stato esposto sopra, ci sono di certo ragioni per credere che tali previsioni non siano così distanti dalla realtà e soprattutto che l'inflazione (almeno quella vista in questi mesi) non sia strutturale. A fronte di questo le banche centrali stanno "tenendo duro" e lo faranno sino a che la salita dei prezzi o andrà fuori controllo o si rivelerà strutturale.

Ciò non vuol dire che ciò che sta succedendo e che abbiamo illustrato sul fronte dei prezzi dei beni, delle materie prime e dei rallentamenti nella catena di approvvigionamento globale sia indolore, dato che può contribuire al rallentamento economico che molti stanno iniziando a temere, influenzando negativamente la fiducia dei consumatori e il sistema produttivo. Se quello a cui stiamo assistendo è davvero un rallentamento economico o solo il ritorno alla normalità dopo uno shock di domanda che ha seguito lo "shut down" del 2020, lo sapremo solo nei prossimi mesi, consapevoli che, a maggior ragione se unito all'inflazione, il rallentamento o la stagnazione economica è l'unica cosa che, davvero, il sistema economico e finanziario del pianeta in questa fase non si possono permettere e contro cui le banche centrali ben poco potrebbero, a questo punto, fare.

---

<sup>7</sup> L'evoluzione delle aspettative di inflazione a 5 anni, elaborate dalla Federal Reserve, è disponibile a questo link: <https://fred.stlouisfed.org/series/TSYIFR>