

# THE LONG GOODBYE

Sarà un “lungo addio” non solo al Covid 19 e alla sua minacciosa variante Delta, sarà lenta anche l’uscita dalle politiche espansive delle banche centrali; un “lungo addio” si sta realizzando anche in Cina, termina la fase di espansione avviata negli anni Ottanta da Deng Xiaoping e comincia la “prosperità comune” di Xi Jinping

In tempo non esiste. Perlomeno non esiste nella gravità quantistica che “esclude il tempo dalla struttura fondamentale del mondo” spiega Carlo Rovelli, “spazio e tempo non sono più contenitori o forme generali del mondo, ci sono solo eventi e relazioni, il mondo della fisica elementare è senza tempo”.

“Il presente non esiste” spiegava il professor Belavista ai suoi sgarrupati discepoli: il battito delle mani che sta arrivando è futuro e, nella frazione di un istante, il “clap” è già divenuto passato.



Luciano De Crescenzo in una scena del film “Così parlò Bellavista” (1984)

Ma in qualsiasi altrove il tempo esiste eccome, è la dimensione più ingombrante, nulla si sottrae al suo inesorabile scorrere in avanti. La percezione del tempo è sempre funzione delle aspettative: sembra scorrere più veloce con l’avanzare dell’età, si dilata nei momenti di paura, si restringe quando si infittiscono gli impegni.

Si parlava della percezione del tempo anche sul Sole 24 Ore di ieri. Il pieno recupero della normalità dopo l’emergenza sanitaria non sarà immediato, ci vorrà tempo per “ricostruire il mindset della nostra quotidianità” scrive Marco Lo Conte nella recensione al libro del professor Paolo Legrenzi “Oltre il tempo presente, consigli su come investire dopo la pandemia”.

Al centro del ragionamento del professore c’è il tempo e, poiché Legrenzi è uno psicologo e non un fisico, l’analisi si concentra nella relazione con il tempo che si forma nella nostra mente, “essenziale per compiere scelte coerenti con le nostre esigenze di vita e finanziarie, costantemente condizionate da bias che ci portano fuori strada”.

Il “long goodbye” alla pandemia di cui scrivono Marco e Paolo (avverto il lettore che entrambi sono cari amici) non è l’unico lungo addio, la settimana finanziaria ha presentato il “long goodbye” alle misure espansive della Federal Reserve e alle sorti del gigante cinese Evergrande.



G. Benetti (1825-1914), “Il Tempo” (1873, Genova, Cimitero Staglieno)



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

Vediamo con ordine.

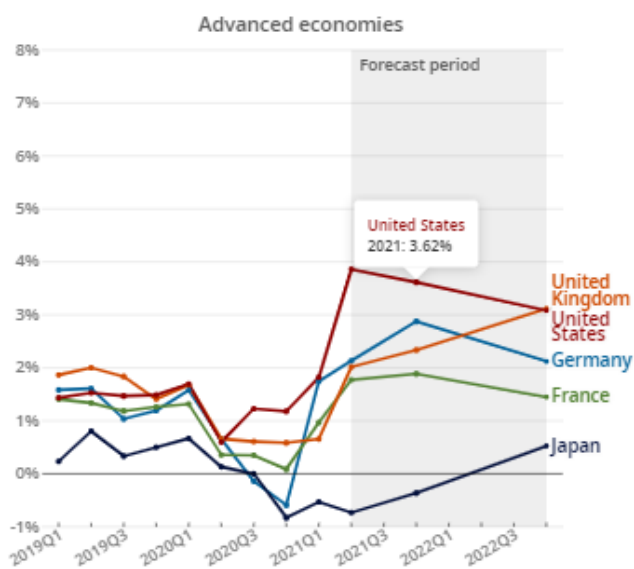
La settimana scorsa è cominciato un nuovo ciclo lunare e una nuova fase nelle politiche monetarie.

Il segnale più importante è venuto da Oslo, la banca centrale norvegese è la prima banca centrale delle economie avanzate a invertire la rotta con un incremento del tasso ufficiale di venticinque punti base. Nella stessa settimana hanno aumentato i tassi le banche centrali di Brasile, Ungheria, Pakistan e Paraguay. Nelle settimane precedenti lo avevano già fatto la Corea del Sud, il Messico, il Cile, il Perù, la Repubblica Ceca.

La Banca d'Inghilterra e la Federal Reserve non hanno portato cambiamenti alle loro politiche ma hanno parlato esplicitamente dei tempi del riassorbimento degli acquisti straordinari. Powell è stato bravo, se andiamo a rileggere le dichiarazioni rilasciate nei mesi scorsi riconosciamo tanti piccoli indizi che, come i sassolini di Pollicino, hanno segnato il sentiero verso la normalizzazione. Powell ha così evitato l'errore di Bernanke, le sue dichiarazioni al Congresso il 22 maggio 2013 colsero i mercati di sorpresa e scatenarono il panico verso le uscite di sicurezza del cinema.

Ma è probabile che quello alle politiche espansive sarà un lungo addio. Il rapporto dell'OECD ribadisce la forza della ripresa economica "aiutata dai sostegni fiscali e monetari e all'avanzamento nelle vaccinazioni". Eppure, nonostante il PIL sia tornato ai livelli precedenti la pandemia, il rapporto avverte che la ripresa resta esposta alle fragilità di alcune economie, legate in modo particolare alle insufficienti somministrazioni dei vaccini nelle aree emergenti. Le nuove ondate di contagio rallentano il pieno recupero dell'attività economica, prolungano i ritardi e i colli di bottiglia nelle forniture.

%, year-on-year

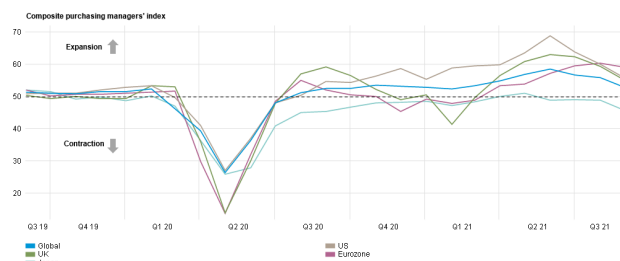


Source: OECD Economic Outlook, Interim Report September 2021

Per l'OECD l'inflazione verrà riassorbita nel 2022. Fonte: OECD Economic Outlook Interim Report, sett. 2021.

Per quanto riguarda l'inflazione, l'OCSE la pensa come le banche centrali, fenomeno temporaneo che si attenuerà nel corso del 2022. Una volta risolte le strozzature nell'offerta non ci saranno più le attuali pressioni sui prezzi ma, poiché ci vorrà tempo, la transitorietà dell'inflazione andrà misurata in trimestri, non in mesi.

Il momentum della crescita sta perdendo forza. In Germania l'indice che misura la fiducia delle imprese è sceso per il terzo mese consecutivo, negli Stati Uniti rallentano l'occupazione e i consumi, i rendimenti a lunga scadenza non mostrano tensioni al rialzo. In questo nuovo scenario i banchieri centrali segnalano l'approssimarsi del nuovo corso della politica monetaria. Come nel passato, probabilmente anche nei prossimi mesi i banchieri centrali dovranno dare prova di flessibilità, Powell del resto si è lasciato le mani libere, il "tapering" sarà avviato "se le condizioni dell'economia lo consentiranno".



La crescita sta perdendo "momentum". Fonte: GAM Investments, IHS Markit, JP-Morgan, Bloomberg.

Poi c'è la stabilità finanziaria naturalmente, esposta ai venti che soffiano dalla Cina.

Giovedì 23 settembre il gruppo immobiliare cinese Evergrande non ha onorato il pagamento delle cedole semestrali per 83,5 milioni di dollari. Il mancato pagamento di una scadenza non vuol dire automaticamente fallimento, restano trenta giorni di tempo per cercare una soluzione. Ma non sarà facile, da qui a fine anno il gruppo deve onorare pagamenti cedolari per quasi settecento milioni di dollari, entro il prossimo aprile scadranno oltre tre miliardi di obbligazioni, il debito complessivo è superiore a trecento miliardi di dollari verso una moltitudine di sottoscrittori e relazioni con pressoché l'intero sistema finanziario domestico.

"Nulla di nuovo sotto il sole" direbbe il disincantato Qoelet: anche in questo caso la prospettiva del fallimento deriva dall'uso disinvolto della leva finanziaria. In modi molto simili a quello che fu l'avvio dello sviluppo industriale nei paesi dell'Occidente negli ultimi decenni del XIX secolo, anche in Cina la prima fase del successo economico è stata una sorta di selvaggio West, il sistema finanziario e regolamentare non era pronto per uno sviluppo così impetuoso. Le crescenti preoccupazioni delle autorità di controllo hanno portato a introdurre, nell'agosto 2020, regole stringenti per frenare l'indebitamento, per limitare la speculazione e per impedire la formazione di bolle finanziarie.

La "Regola delle Linee Rosse" ha posto tre paletti ai livelli di leva utilizzabili dalle società immobiliari: le passività non devono superare il 70% degli attivi, il tasso di indebitamento netto rispetto al capitale deve essere inferiore a 100% e il rapporto tra liquidità e indebitamento a breve deve essere superiore a 1.

Liabilities / Assets (<70%)  
 Net debt / Equity (<100%)  
 Cash / Short-term debt (> 1x)

The categories and debt growth allowed is as follows:

Colour Code	Red lines breached	Debt growth allowed in a year
Green	0	15%
Yellow	1	10%
Orange	2	5%
Red	3	0%

Fonte: GAM Investments, Chinese Government policy rules - announced August 2020. Bloomberg.

La Regola ha funzionato, molte società hanno ridotto l'esposizione finanziaria ma, come accade spesso, "fatta la legge ..." con quel che segue: alcune società, scrive il nostro Andrew Dewar, hanno aggirato e superato i limiti ricorrendo a società sussidiarie e joint venture. Il risultato è stata una riduzione della trasparenza e, nei fatti, un aumento del leverage; Evergrande ha uno dei livelli di leverage più alti del settore, pericolosamente in "zona rossa".

Financial Period	Three Red Line category	Liabilities/Assets	Net Debt / Equity	Cash/Short-term debt
H1 2021	Orange	81.0%	99.8%	0.4x
FY 2020	Red	83.8%	131.3%	0.5x
H1 2020	Red	93.2%	429.4%	0.4x

I dati di Evergrande rispetto ai limiti delle "Tre Linee Rosse". Fonte: GAM Investments, Evergrande financials al 30 giugno 2021.

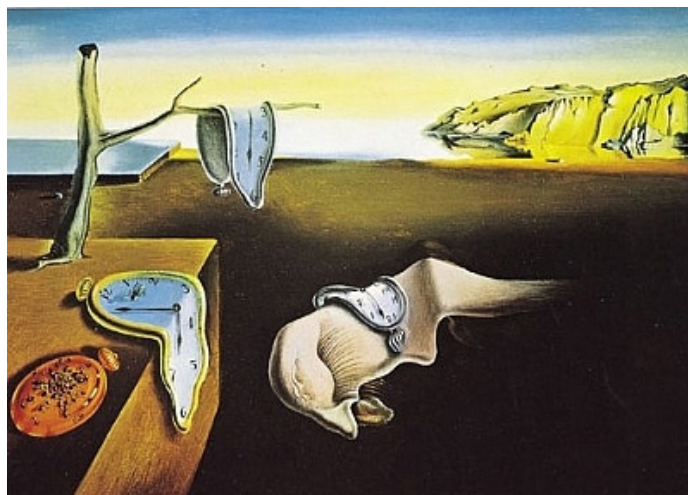
Anche in Cina le società possono fallire. Se il fallimento non esistesse, l'azzardo morale amplificherebbe i rischi del sistema finanziario che nel lungo periodo ne uscirebbe indebolito. Non sappiamo però quali siano i criteri che portano al fallimento.

Sarebbe un errore valutare le condizioni di Evergrande con i criteri del mercato, o fare paragoni con i precedenti del LTCM e della Lehman: in Cina non c'è un'economia di mercato e il governo è molto presente nelle società. La qualità delle relazioni dei tycoon con gli esponenti del governo e del partito comunista conta quanto le verità dei libri contabili e Hui Ka Yan sembra avere le relazioni giuste, c'era anche lui nel palco delle autorità in piazza Tienanmen a celebrare il centesimo anniversario della fondazione del partito comunista. Il governo sta valutando i pro e i contro di un fallimento di una società i cui asset valgono il 2% del Pil di un paese il cui debito complessivo si avvicina al 300%. Ma non sarà una "crisi Lehman", in Cina le aziende sono controllate dal governo e, di fatto, lo sono anche le crisi: dopo tutto le bolle finanziarie sono fenomeni capitalisti che in Cina non possono accadere.

Per le dimensioni, il fallimento di Evergrande avrebbe natura sistemica: il gruppo è al centro del sistema immobiliare cinese che vale circa il 30% del Pil di un'economia che, a sua volta, è al centro dell'economia globale. Giovedì scorso la banca centrale ha immesso diciassette miliardi di dollari di liquidità nel sistema, è stato l'intervento più rilevante da gennaio.

Guardando in profondità, quello che sta accadendo in Cina è molto più vasto del destino di una società immobiliare, per quanto centrale negli equilibri finanziari del paese.

Il governo è sempre più pervasivo nella vita dei cittadini e delle società: è in corso un "long goodbye" al periodo inaugurato da Deng Xiaoping, il suo motto "arricchirsi è bello" viene sostituito dalla "prosperità comune" di Xi Jinping. Emergono stridenti disuguaglianze, il divario tra i più ricchi e i più poveri è più ampio rispetto alle economie avanzate; i numeri della povertà estrema sono crollati ma la metà della popolazione vive con un reddito medio annuo di 12.000 yuan, poco meno di duemila dollari. Dall'altra parte c'è la ricchezza di ottanta miliardari che appartengono al club esclusivo dei più ricchi del mondo, qualche altro migliaio di persone sono "un po' meno" ricche, miliardari che non entrano nelle liste dei super-ricchi di Forbes e di Bloomberg.



S. Dalí (1904-1989) "La persistenza della memoria" (1931, New York MoMa).

La "prosperità comune" di Xi è il cambiamento più rilevante dal 1978, cambia anche il linguaggio ufficiale che nei paesi socialisti è sempre un barometro attendibile dei cambiamenti della politica. Un commentatore legato all'ala sinistra del partito ha scritto che questo periodo "segna il ritorno del potere dalle cricche capitaliste al popolo ... allo spirito rivoluzionario".

Riemerge il termine “cricca”, nel lessico socialista tradizionalmente associato alla inimicizia con il popolo e con il partito. Le cricche capitaliste devono fare i bagagli? In altre parole, è il momento per gli investitori esteri, cricca capitalista per eccellenza, di chiudere le esposizioni e andarsene? Se lo chiede il Financial Times analizzando i flussi in uscita.

Le correzioni degli ultimi mesi però non sembrano fughe precipitose verso le uscite del cinema, le valutazioni relative del mercato cinese e degli altri paesi dell'area restano convenienti, le prospettive di medio termine positive al netto della inevitabile volatilità di queste settimane.

Restare investiti in Cina è rischioso, ma sarebbe più rischioso non essere investiti. Niall Ferguson scrive che la crisi cinese è di natura sistemica e va oltre il caso Evergrande. Gli argomenti dello storico sono stimolanti e meritano di essere ripresi ma, allo stato, potremmo dire parafrasando Keynes che il tempo del collasso dell'economia cinese può essere più lungo di quanto tu possa resistere con posizioni “short”.

E' anche possibile che il governo guardi con indifferenza ai flussi di borsa e non sia neppure propenso a compiacere le “cricche capitaliste” degli investitori esteri. Ma se i capitali esteri prendessero massicciamente la strada di casa, gli effetti sul sistema finanziario non sarebbero lievi, ne verrebbero colpiti milioni di piccoli risparmiatori e, soprattutto, verrebbe opacizzato il prestigio internazionale dell'economia cinese: al club delle grandi economie mondiali siedono solo paesi aperti agli scambi finanziari e agli investimenti esteri. Per noi in GAM è improbabile che, anche se il destino di Evergrande fosse il default, il governo non intervenga per contenere gli effetti sul resto del sistema: i prezzi del mercato obbligazionario riflettono lo scenario peggiore e presentano in alcuni casi opportunità di acquisto che, naturalmente, richiedono elevata selettività e gestione attiva.

“Il modo per dire loro arrivederci non è stato ancora inventato”. Finisce con queste parole “Il lungo addio” di Raymond Chandler, per quanto riguarda invece i nostri “long goodbye”, il tempo scorre, non resta che aspettare.

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.