

LA ROSA DEI VENTI





LA ROSA DEI VENTI

★ L'UOMO DI STATO ★

I cicli economici nella storia dell'uomo tendono a ripresentare puntualmente le medesime condizioni e le medesime politiche adottate nei cicli precedenti. In questo modo le politiche mercantilistiche di protezionismo e quelle volte all'incentivazione del libero scambio, si sono costantemente alternate nei secoli, facendo prevalere i vantaggi dell'una ai limiti evidenziati dalla politica economica precedente, in una sinuosità ricorrente.

★ PROTEZIONISMO E LIBERO SCAMBIO

Il protezionismo affonda le sue radici nelle politiche mercantilistiche attuate in Europa tra il XVII e il XVIII secolo dai nascenti stati nazionali, i quali con il loro intervento nell'economia, miravano a dare più solide basi all'unità statale e a fare dell'incremento della ricchezza nazionale lo strumento per accrescere la forza dello stato nei suoi rapporti con l'estero. Alla base del mercantilismo vi era la premessa teorica che la ricchezza di un paese dipendeva dalla quantità di moneta e metalli preziosi accumulata nelle casse dello stato e dal saldo netto fra esportazioni ed importazioni che doveva presentarsi positivo in modo da garantire una quantità crescente di moneta pregiata in ingresso. A partire dalla metà del XVIII secolo, l'espansione del commercio internazionale, lo sviluppo dell'industria e della tecnologia, avevano creato le condizioni per il definitivo passaggio da un'organizzazione economica tradizionale a un sistema basato sull'iniziativa privata, sulla divisione del lavoro e sul mercato, decretando la fine del protezionismo. Questi non sparì del tutto ma rimase limitato ai settori più deboli della produzione come il settore agricolo e le nuove industrie nascenti.

Furono questi gli anni della nascita e del consolidamento della nuova economia capitalistica che esaltava il valore del libero scambio nella convinzione che la soppressione di limitazioni al commercio interno ed esterno, come pure l'accesso a nuovi mercati, avrebbe favorito la divisione del lavoro, aumentando la produzione economica e, pertanto, il benessere collettivo.

★ LA RICCHEZZA DELLE NAZIONI



Adam Smith, a cui più di ogni altro si deve la prima compiuta formulazione delle teorie del libero scambio, suggeriva che è una regola valida per ogni singola famiglia, così come per uno stato, non cercare mai di produrre in casa ciò che sarebbe più conveniente comprare fuori. Questo significa che se una merce poteva essere acquistata all'estero ad un prezzo minore a quello costato per produrlo in patria, sarebbe stato sciocco ostacolarne l'importazione, poiché avrebbe spinto l'industria su strade meno remunerative e meno efficienti.

Ne "La ricchezza delle Nazioni", Smith demoliva l'assunto mercantilista secondo il quale la ricchezza di una nazione consisteva nella quantità di moneta o oro accumulata. La ricchezza consisteva invece nelle cose che il denaro permetteva di comprare e nella libera iniziativa di ciascuno di poter impiegare al meglio il proprio capitale con un giudizio migliore



rispetto a qualsiasi “Uomo di Stato”. Il sistema dei prezzi veniva considerato come il meccanismo di autoregolamentazione del mercato, il quale assicurava l’equilibrio fra domanda e offerta e garantiva che il comportamento dei singoli, teso al soddisfacimento degli interessi individuali, potesse condurre al benessere dell’intera società. Smith scriveva: *“L’uomo di Stato che dovesse cercare di indirizzare i privati relativamente al modo in cui dovrebbero impiegare i loro capitali non soltanto si addosserebbe una cura non necessaria, ma assumerebbe un’autorità che non si potrebbe affidare tranquillamente non solo a una singola persona, ma a nessun consiglio o senato e che, in nessun luogo, potrebbe essere più pericolosa che nelle mani di un uomo tanto folle e presuntuoso da ritenersi capace di esercitarla”*.

Anni dopo John Stuart Mill ne “I principi dell’economia politica” rafforzava i concetti di Smith sostenendo come proibire l’importazione di beni o imporre dazi volti a limitarla, significava rendere il lavoro e il capitale del paese meno efficienti nella produzione di quanto sarebbe stato altrimenti. La perdita nazionale prodotta in questo modo veniva misurata dall’eccedenza di prezzo al quale la merce veniva prodotta, rispetto al prezzo al quale si sarebbe potuto importarla.

★ DA GUERRE COMMERCIALI A GUERRE MILITARI

Verso la fine dell’ottocento le politiche protezionistiche ritrovarono il loro antico vigore. Alcuni dei paesi europei che erano stati coinvolti nelle guerre napoleoniche, soprattutto quelli privi di un impero coloniale e di uno sviluppato sistema industriale, come i neo Stati di Germania e Italia, ritennero conveniente adottare misure protezionistiche per risollevarne le sorti di un’economia fortemente compromessa dalle conseguenze delle vicende belliche. Fu il periodo delle “guerre commerciali” causate, anche, dall’inizio delle importazioni agricole dagli Stati Uniti, che andavano a toccare gli interessi dei proprietari terrieri europei. Anche al di fuori del continente europeo si poneva fortemente il problema dell’opportunità o meno di adottare misure protezionistiche. Una delle cause della guerra di secessione negli Stati Uniti fu proprio la contrapposizione tra le industrie nascenti del Nord, che volevano protezione doganale contro le importazioni industriali e i piantatori del sud che

temevano ritorsioni estere contro le loro esportazioni ed erano quindi a favore del libero scambio. Almeno fino alla vigilia della Seconda Guerra Mondiale, soprattutto in seguito alla crisi di Wall Street del 1929 che spinse le singole economie internazionali ad una rigida chiusura, anche la politica economica americana fu determinata a proteggere le attività produttive nazionali mediante interventi statali ispirati alla logica del “Welfare State”. Il massimo teorico di questo indirizzo di politica economica fu l’economista inglese Keynes il quale, negli anni trenta, fu il portavoce della necessità dell’intervento dello Stato in campo economico per conseguire obiettivi che la libera iniziativa individuale e il “laissez-faire” non erano in grado di perseguire. Politiche di spesa pubblica avrebbero garantito il sostegno delle imprese meno competitive rispetto a quelle estere e l’aumento dell’occupazione.

★ IL LIBERISMO “ALL’AMERICANA”

Solo nel secondo dopoguerra la comunità internazionale tornò su posizioni liberiste, decidendo di ridurre le barriere commerciali per poter beneficiare dei vantaggi dello scambio. Con l’accordo dei paesi alleati stilato nel 1944 a Bretton Woods, nascono le regole dell’ordine monetario post bellico, che sanciscono l’utilizzo del dollaro come moneta internazionale.



La possibilità di utilizzare la propria moneta come mezzo di pagamento internazionale, fornisce agli Stati Uniti una fonte di liquidità potenzialmente illimitata, al servizio dell’egemonia mondiale e delle sue molteplici leve: aiuti internazionali, commercio, investimenti esteri, spese militari. Nel nuovo regime monetario internazionale imperniato sul dollaro, gli Stati Uniti possono fornire liquidità al mondo intero.



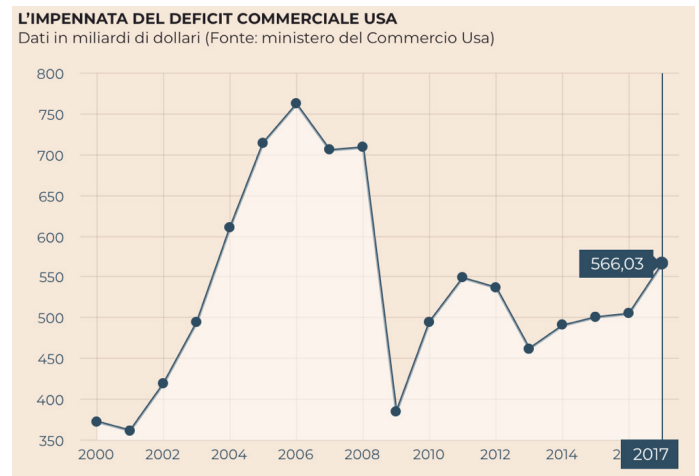
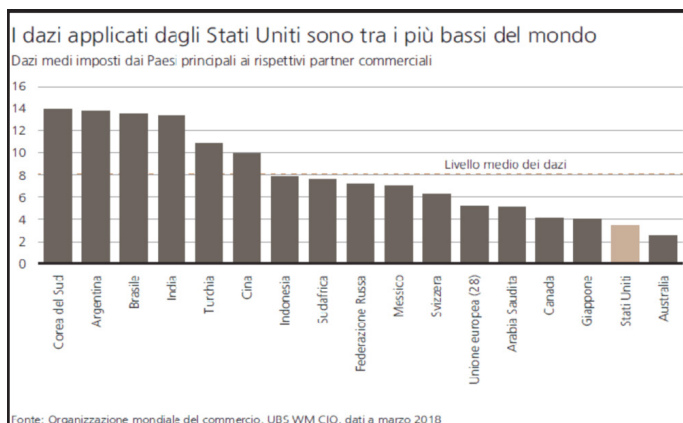
★ MAKE AMERICA GREAT AGAIN

Il Piano Marshall costituisce notoriamente il programma di aiuti internazionali più ingente della storia. Ma queste generose donazioni americane sono rese possibili proprio dal regime di eccezione di cui godono gli Stati Uniti, in virtù dello status privilegiato del dollaro come moneta internazionale. Keynes contestò fortemente la logica che ispirò gli accordi di Bretton Woods perché avrebbe sbilanciato irreparabilmente le relazioni economiche e finanziarie a favore del paese più forte. L'America poteva dare allo straniero ciò di cui aveva bisogno, senza che nulla venisse a mancare a lei. I miliardi di dollari che metteva a disposizione degli alleati non riducevano di un solo centesimo il denaro che le restava, poiché quei dollari erano creati dal nulla.

Se ben ci pensiamo la stessa logica interventista è stata utilizzata anche negli anni recenti di "quantitative easing" dove i dollari messi a disposizione dalla Fed, creati dal nulla, hanno permesso alle banche, agenzie semi-pubbliche americane e a molte importanti aziende di sopravvivere alla crisi finanziaria del 2008. La differenza, rispetto al secondo dopoguerra, è stata l'emulazione di tale politica di "denaro facile" anche da parte delle altre Banche Centrali mondiali, quella Giapponese, la BCE, quella Inglese e quella svizzera. La "credibilità" di questa enorme massa di liquidità, pari a 20 trilioni di dollari ca, poco meno di un terzo del PIL mondiale, è però ancora tutta da verificare (ma questo è un altro argomento).

Nel discorso inaugurale della sua presidenza, a gennaio 2017, Donald Trump ha dichiarato: "Proteggere gli Stati Uniti da tutte quelle nazioni che copiano i nostri prodotti, rubano le nostre aziende e polverizzano i nostri posti di lavoro. Alzando muri ritroveremo la nostra forza e il nostro benessere".

Il rischio di un neoprotezionismo portato avanti dall'"Uomo di Stato" americano spaventa, giustamente. Gli Stati Uniti sono infatti uno dei principali motori della domanda globale e alimentano, con i propri disavanzi commerciali, la fortuna di diversi sistemi Paese fortemente orientati all'export. Il disavanzo americano è stato determinato esclusivamente dal saldo netto import/export legato al commercio di beni, in quanto sul lato dei servizi gli Stati Uniti sono un esportatore netto. Gli USA costituiscono quindi una sorta di grande idrovora mondiale di beni di consumo, di investimento, di materie prime dall'estero, per un controvalore in dollari delle importazioni pari a 2.200 miliardi ca dal 2011. Il bersaglio principale dell'"America first" di Trump è la Cina, con la quale detiene un deficit commerciale di 375 mld di dollari ca su un totale del deficit di 566 miliardi.



E non è certo un caso che la Repubblica Popolare abbia deciso di mantenere per ora un profilo molto basso, come abbiamo visto anche nell'ultima conferenza di Davos del 2018. Le relazioni tra i due giganti economici sono andate avanti per decenni nell'illusione che i due modelli di sviluppo potessero convergere. O meglio, che il modello cinese potesse essere plasmato e poi assimilato a quello americano.

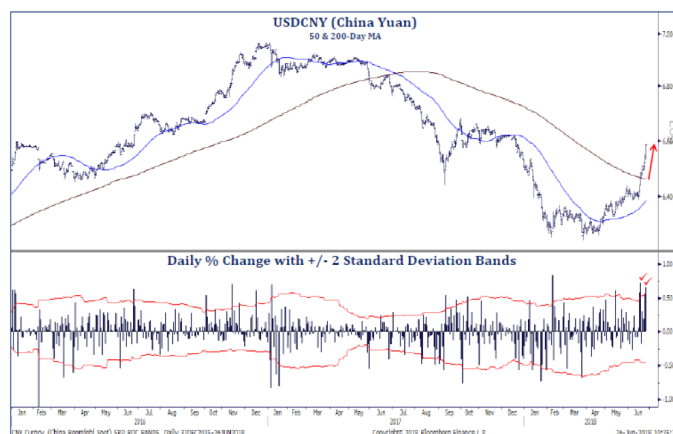


E invece le cose sono andate diversamente. Oggi la Cina è orgogliosa sia delle differenze del suo modello di crescita rispetto a quello occidentale sia di affermare che non cambierà mai né mai interiorizzerà i valori occidentali. In virtù di questo, gli Stati Uniti hanno smesso di considerarla un paese in transizione con cui “impegnarsi” a costruire una qualche collaborazione, trasformandola in un rivale a tutti gli effetti. Il botta e risposta Cina-USA sui dazi potrebbe finire con l’innescare una guerra commerciale disastrosa per loro e per il resto del mondo visto che stiamo parlarne delle due principali economie globali.

★ L'ARMAGEDDON CINESE

La dinamica economica cinese, nonostante i proclami statali, è probabilmente meno forte di quanto venga dichiarato. L'imposizione di dazi sulla quasi totalità delle merci cinesi vendute negli Stati Uniti, che partirà da questo mese, rischia di aggravare notevolmente un'economia che vede ancora nell'export una delle principali leve di crescita. La Cina non ha molte “armi” per ribattere all'offensiva americana ma ne detiene una determinante, il cambio. Per rendere nuovamente competitive le merci cinesi sul suolo americano, la svalutazione del renminbi è l'unica, potente arma che ridurrebbe l'aumento dei prezzi dei loro prodotti imposti dai dazi. Per ora la moneta cinese ha già iniziato un lento e silente processo di svalutazione nei confronti del dollaro ma senza una concreta dichiarazione in tal senso da parte delle autorità cinesi.

Se pensiamo a come reagiscono le borse nell'estate del 2015 all'annuncio cinese di voler svalutare il cambio di pochi punti percentuali, un possibile intervento ufficiale sul valore della moneta, ben più consistente di quello adottato nel 2015, è una fonte molto importante di preoccupazione per i mercati. Una svalutazione consistente dello Yuan cinese renderebbe tutte le divise asiatiche immediatamente meno competitive, con un effetto economico diretto sulle loro esportazioni, che si ripercuoterebbe automaticamente al resto del mondo.



Posto Paesi	Prodotto Interno Lordo (PIL) (miliardi di dollari)
1 Cina	23,120
2 Stati Uniti	19,360
3 India	9,447
4 Giappone	5,405
5 Germania	4,150
6 Russia	4,000
7 Indonesia	3,243
8 Brasile	3,219
9 Gran Bretagna	2,880
10 Francia	2,826
11 Messico	2,406
12 Italia	2,307
13 Turchia	2,133
14 Corea del Sud	2,027

Fonte: CIA World Factbook
Aggiornato a partire da Gennaio 1, 2018

★ IL “LATO OSCURO” DEL PROTEZIONISMO

L'Argentina ha provato ben prima di Trump ad imporre delle tariffe commerciali ed il risultato di quel protezionismo non è stato dei migliori. Nel 2011 l'allora presidente Kirchner impose tariffe del 35% su numerosi beni di importazione con l'obiettivo di proteggere l'industria manifatturiera locale. Il risultato fu l'innalzamento dei prezzi dei beni assoggettati ai dazi e lo sviluppo del mercato nero, rendendo la popolazione ancor più povera di quanto già non fosse.

Anche all'interno degli Stati Uniti il dibattito è acceso: il protezionismo rischia di rivelarsi una politica divisiva non solo sul piano internazionale, ma anche all'interno del Paese. Dazi e quote mirate si stanno trasformando in linee di politica industriale a favore dei pochi grandi finanziatori dell'amministrazione, le lobby petrolifere, del carbone, dell'industria pesante e dell'acciaio.



★ COSA FARE SUI PORTAFOGLI

Siamo entrati nella fase più calda dell'anno, e non solo in senso meteorologico. Una probabile escalation di controversie commerciali ed imposizioni di dazi fra gli Stati Uniti e gli altri Paesi mondiali, Europa compresa, certo è fonte di preoccupazione per i mercati finanziari. L'incremento di dazi e barriere commerciali è generalmente vietato dall'Organizzazione Mondiale del Commercio (WTO). Interventi protezionistici comporterebbero, quindi, una lunga serie di ricorsi all'organo che potrebbe imporre sanzioni commerciali. Voglio però pensare che l'epilogo di queste battaglie potrà sostituire probabilmente gli attuali accordi multilaterali fra i Paesi (Nafta, TPP, Ceta e mettendo forse in discussione anche la WTO stessa) con una moltitudine di accordi bilaterali, senza per questo necessariamente comportare una riduzione dei traffici commerciali, sicura minaccia di recessione economica globale. Di sicuro però questo, va detto, sarà un processo che richiederà parecchio tempo per concretizzarsi e che presenterà diverse incertezze nel durante, entrambi fattori poco graditi dalle borse internazionali. Rimane inoltre la forte incognita di un possibile intervento cinese sul cambio che rappresenta una densa nube su questa prossima estate. Per contro a questo elemento di incertezza, possiamo osservare come la dinamica di crescita economica negli Stati Uniti permanga sostenuta. Si è ridimensionata la retorica di inizio anno che vedeva una crescita sincrona da parte dei principali Paesi mondiali ma siamo tornati al modello precedente di economia mondiale trainata dalla locomotiva USA.

In luglio vedremo anche la reporting del secondo trimestre delle aziende americane che potrebbero ulteriormente sorprendere le aspettative al rialzo. L'Europa invece è tornata ad avvilupparsi su se stessa, concentrata a trovare una soluzione all'incondivisibile problema dell'immigrazione, lasciando nuovamente da parte ogni politica di sviluppo economico e di stimolo all'occupazione, ancora spina dolente dell'area. Rimane la sola BCE a dare un senso comune che non può far altro che mantenere ancora una politica monetaria espansiva, con tassi che permarranno sotto la soglia dello zero per almeno un altro anno, affossando la prospettiva del settore bancario di trovare una ripresa del proprio conto economico dal margine di interesse.

Le azioni rimangono comunque meglio valutate delle obbligazioni e sono da preferire nei portafogli, ma solo con una prospettiva di lungo termine. E' innegabile che questo ciclo economico americano, dal 2009, sia uno dei più lunghi di sempre ma con una intensità nettamente inferiore rispetto a quelli precedenti. Una disoccupazione ai minimi storici negli Stati Uniti rende problematico, per le aziende, trovare forza lavoro. Queste stanno quindi cominciando a reinvestire in capacità produttiva che potrà far solo bene ad una ripresa della produttività della corporate americana. L'aumento dei salari, grande assente in questo ciclo economico di piena occupazione, potrebbe quindi finalmente ritrovare slancio. Il picco del ciclo economico e degli utili, se si verificasse quanto detto, potrebbe non essere perciò così immediato, permettendo ai beni reali, come le azioni, di esprimere ancora valore.

I titoli obbligazionari emessi da imprese private sono da sotto pesare sui portafogli per l'effetto di un lento ma costante rialzo dello spread che ne fa percepire un crescente premio per il rischio. L'economia US rappresenta un quarto delle economie globali e la borsa statunitense capitalizza più del 50% della somma di tutte le altre. La forza del settore tecnologico ha talmente condizionato il resto del mondo da rendersi indispensabile, in barba a qualsiasi dazio o restrizione. La Fed sta, poco alla volta, riportando i tassi di interesse verso la neutralità che le permetterà di poter contare su qualche arma per stimolare l'economia durante la prossima recessione. Nessun'altra area geografica del mondo può permettersi di vantare un contesto di questo tipo.

Se l' "Uomo di Stato" americano farà veramente arrabbiare l'Impero Celeste, prepariamoci ad affrontare una situazione di possibile turbolenza durante l'estate. Una buona dose di liquidità del portafoglio potrebbe far cogliere però buone occasioni, soprattutto sulla borsa americana, magari coprendoci parzialmente dal rischio di cambio.

massimo.jakelich@azimut.it



DISCLAIMER

La presente pubblicazione è distribuita da Azimut Wealth Management. Pur ponendo la massima cura nella predisposizione della presente pubblicazione e considerando affidabili i suoi contenuti, Azimut Wealth Management non si assume tuttavia alcuna responsabilità in merito all'esattezza, completezza e attualità dei dati e delle informazioni nella stessa contenuti ovvero presenti sulle pubblicazioni utilizzate ai fini della sua predisposizione. Di conseguenza Azimut Wealth Management declina ogni responsabilità per errori od omissioni.

La presente pubblicazione viene a Voi fornita per meri fini di informazione ed illustrazione, non costituendo in nessun caso offerta al pubblico di prodotti finanziari ovvero promozione di servizi e/o attività di investimento né nei confronti di persone residenti in Italia né di persone residenti in altre giurisdizioni, a maggior ragione quando tale offerta e/o promozione non sia autorizzata in tali giurisdizioni e/o sia contra legem se rivolta alle suddette persone.

Né Azimut Wealth Management né alcuna società appartenente al Gruppo Azimut potrà essere ritenuta responsa-

bile, in tutto o in parte, per i danni (inclusi, a titolo meramente esemplificativo, il danno per perdita o mancato guadagno, interruzione dell'attività, perdita di informazioni o altre perdite economiche di qualunque natura) derivanti dall'uso, in qualsiasi forma e per qualsiasi finalità, dei dati e delle informazioni presenti nella presente pubblicazione.

Azimut Wealth Management ha la facoltà di agire in base a/ovvero di servirsi di qualsiasi elemento sopra esposto e/o di qualsiasi informazione a cui tale materiale si ispira ovvero è tratto anche prima che lo stesso venga pubblicato e messo a disposizione della sua clientela.

Azimut Wealth Management può occasionalmente, a proprio insindacabile giudizio, assumere posizioni lunghe o corte con riferimento ai prodotti finanziari eventualmente menzionati nella presente pubblicazione. In nessun caso e per nessuna ragione Azimut Wealth Management sarà tenuta, nell'ambito dello svolgimento della propria attività di gestione, sia essa individuale o collettiva, ad agire conformemente, in tutto o in parte, alle opinioni riportate nella presente pubblicazione.

Il presente documento è riservato esclusivamente ai soggetti collocatori. Leggere attentamente il Prospetto Informativo prima dell'adesione.

Le informazioni contenute in questa pubblicazione non costituiscono un'offerta ma hanno solo uno scopo informativo. Non vi è nessuna garanzia di ottenere uguali rendimenti per il futuro.